ESTUDIO 3.

Reporte: Las LEBAC: juego peligroso de la política monetaria.

Introducción

Desde el inicio de la gestión de Macri, la autoridad monetaria se fijó como principal objetivo reducir la inflación, usando como instrumento la tasa de interés y dejando flotar el tipo de cambio. A partir de 2017 el Banco Central de la República Argentina (BCRA) implementó el régimen de metas de inflación[1], buscando cumplir con el mandato de su Carta Orgánica de promover la estabilidad de precios de la economía y ayudar a gestionar las fluctuaciones de la actividad económica.

El BCRA en su política monetaria restrictiva administra las condiciones de liquidez con diversos instrumentos como las Letras del Banco Central (LEBAC) y otros pasivos remunerados con los que complementa su esfuerzo de esterilización[2] de los excedentes monetarios, siendo estos últimos los pases pasivos, hace unos años también había NOBAC y, desde enero de 2018 se introdujeron las Letras de Liquidez (LELIQ).

---

[1]En este régimen, el Banco Central fija una meta de inflación, si la tasa de inflación observada es mayor a la meta, se sube la tasa de interés a fin de que esto de lugar a una contracción de la demanda y de esta forma el aumento de los precios se desacelere hasta llegar al nivel deseado por la autoridad monetaria. Este enfoque fue implementado por primera vez en Nueva Zelandia en 1990 y años después por el Banco de Inglaterra, Canadá, la zona del euro. En las economías latinoamericanas lo adoptaron Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, Perú y México.

[2] La esterilización consiste en sacar pesos del mercado financiero y monetario a través de la emisión de títulos del Banco Central como las LEBAC, pases pasivos y LELIQ.

Las Letras del Banco Central (LEBAC) son el principal instrumento utilizado y paga una tasa de interés para la absorción de pesos de la economía. Con esta política del BCRA los bancos y los fondos de inversión resultaron los más favorecidos, ya que la compra de LEBAC viene a ser la inversión preferida, logrando sustanciales ganancias y exigen mayores rendimientos para no volcarse al dólar. Asimismo, el elevado endeudamiento con las LEBAC, que supera el billón de pesos está comprometiendo el déficit cuasi fiscal[3], generando serias dificultades a la autoridad monetaria.

En este marco, el presente estudio tiene como objetivo analizar la operatoria financiera del endeudamiento LEBAC para combatir la inflación y la suba del dólar mediante la suba de las tasas de interés.

El trabajo comprende cuatro secciones. En primer lugar, se describen las principales características de los instrumentos financieros del BCRA. En segundo término, se trata el denominado Carry trade. El tercero y cuarto hace referencia a la dinámica de los LEBAC, los movimientos del tipo de cambio y el endurecimiento de la política monetaria y finalmente las conclusiones.

1. Características de los instrumentos financieros del BCRA

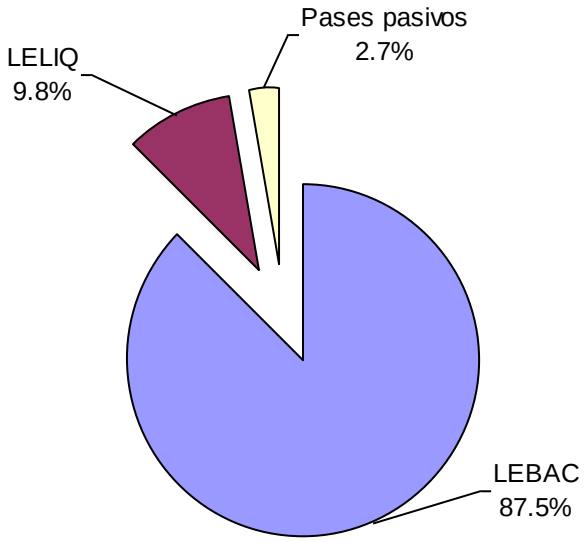
El Banco Central de la República Argentina (BCRA) utiliza diversas herramientas financieras como las LEBAC, Pases pasivos y LELIQ para controlar la tasa de interés, gestionar la liquidez del mercado y orientar la política monetaria.

Las Letras del BCRA (LEBAC) destacan por su mayor utilización y se caracterizan por ser el instrumento de corto plazo, de uno a nueve meses de plazo, con pago total al vencimiento y cuyo rendimiento o costo financiero surge de una tasa de descuento para el periodo en cuestión, funcionando como un bono cupón cero, es decir que amortizan la totalidad del capital al vencimiento y no hacen pagos de interés (conocidos como instrumentos bullet). Las subastas se realizan con sistema holandés a precio único.

[3] El déficit cuasi fiscal es el que incurre el Banco Central al emitir deuda remunerada, a través, por ejemplo, de las Letras del Banco Central (Lebac), que es transferida al gobierno y se convierten en deuda pública.

Gráfico 1. Estructura de los instrumentos financieros del BCRA: 2018

En porcentaje



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

La primera licitación de este tipo de instrumentos se produce con una LEBAC el 13 de marzo de 2002 en pesos y a un plazo de siete días. Posteriormente, comenzaron las LEBAC en dólares así como el reciclaje de las emisiones anteriores que se pagaban con los recursos obtenidos con las nuevas emisiones.

La adquisición de LEBAC, se puede realizar sólo con dinero en efectivo a través de bancos o sociedades de bolsa. A su vez, el ámbito de negociación de este instrumento es el Mercado Abierto Electrónico (MAE), las bolsas de comercio y mercados de valores de todo el país. Pueden participar las entidades financieras controladas por el BCRA.

El proceso prevé dos tramos de oferentes: tramo competitivo (mayorista) y no competitivo con diferentes características e inversores participantes. En el tramo competitivo la oferta mínima debe ser de $ 1.000.000 y si la tasa de corte, es decir, la que ofrece pagar el BCRA cuando cierra la licitación, es menor que la requerida, la oferta no es considerada y queda afuera. Si la tasa de es mayor que la requerida, la oferta es aceptada automáticamente y se le da al inversor la tasa de corte. Además, si al momento de determinación del precio de corte hubiera ofertas por un

monto que excediera el total a ser colocado, la asignación de las adjudicaciones se realizará en función del orden de presentación recibido por la oferta en el sistema SIOPEL.

En el tramo no competitivo las ofertas realizadas en una o varias presentaciones deben ser inferiores a un Valor Nominal $ 1.000.000 y sólo se puede optar el plazo del que quieren participar. La oferta siempre será aceptada y la tasa de interés final de la inversión es la tasa de corte que determina el BCRA para el plazo correspondiente.

Una vez realizada la adjudicación primaria los instrumentos son cotizables en mercados secundarios de la República Argentina. En efecto, estas LEBAC tienen un mercado secundario, donde que se pueden comprar y vender a diario, tanto a la autoridad monetaria como a otro privado. Participan de esta operatoria el Mercado Abierto Electrónico (MAE) y las bolsas y mercados de valores del país. Asimismo, debido a las características del instrumento deben, al igual que los títulos con cotización pública, contar con un código único de negociación denominado (ISIN).

Por otro lado, las presentaciones como los certificados de las letras serán registradas en la Central de Registración y Liquidación de Endeudamiento Público (CRyL) . Una vez realizada la subasta, el Banco Central podrá declarar desierta, total o parcialmente, cada licitación así como ampliar los importes a ser colocados.

En cuanto a la tasa de interés de las LEBAC, inicialmente se fijaban en licitaciones semanales, pero a partir del año 2017 pasaron a ser mensuales.

Los pases pasivos es otro instrumento de política monetaria, donde el Banco Central participa vendiendo y luego recomprando títulos, bonos o certificados de depósitos a las entidades financieras, a quienes esta operación les permite cumplir con los requisitos de liquidez. Por el contrario, en los pases activos el BCRA compra al contado y luego revende títulos o bonos, a las entidades financieras para asistir las ante problemas de liquidez. A partir de 2017 el Banco Central dejó de tomar como tasa de referencia para su política monetaria a la tasa de la LEBAC a 35 días y la reemplazó por la de pases a 7 días, donde se toma como referencia el centro del corredor de pases, es decir entre pases activos y pasivos, en función cuánto pagan las entidades

financieras para obtener préstamos a una semana por parte del BCRA y cuando paga la autoridad monetaria por la operación contraria.

A partir de enero de 2018 con el objetivo de agilizar la absorción monetaria, la autoridad monetaria creó las Letras de Liquidez (LELIQ), que es otro instrumento financiero que funciona a siete días, se licitan diariamente, como los pases pasivos y operan exclusivamente las entidades financieras.Es importante destacar que dado que los bancos hasta la primera semana de enero del corriente año tenían $ 61.543 millones colocados en pases y poseían $ 386.483 millones en LEBAC, determinó que el BCRA creara las LELIQ con similares características a las LEBAC y el mismo plazo que los pases.

Esta nueva herramienta también cuenta con un mercado secundario, permitiendo que los bancos que compran las LELIQ pueden volver a venderlos si necesitan el dinero, siendo la Central de Registración y Liquidación de Endeudamiento Público (CRyL) el único agente de registro, liquidación y depósito. Además, pueden ser utilizadas también como colaterales para operaciones de REPO.

Las LELIQ probablemente desplacen a las LEBAC y los pases como herramienta de absorción monetaria. El problema de este nuevo instrumento es que requieren una renovación constante. Asimismo, permite a la banca recuperar liquidez en pocos días en un panorama de fuerte incertidumbre que existe en el mercado local.

2. Las LEBAC: el retorno del Carry trade

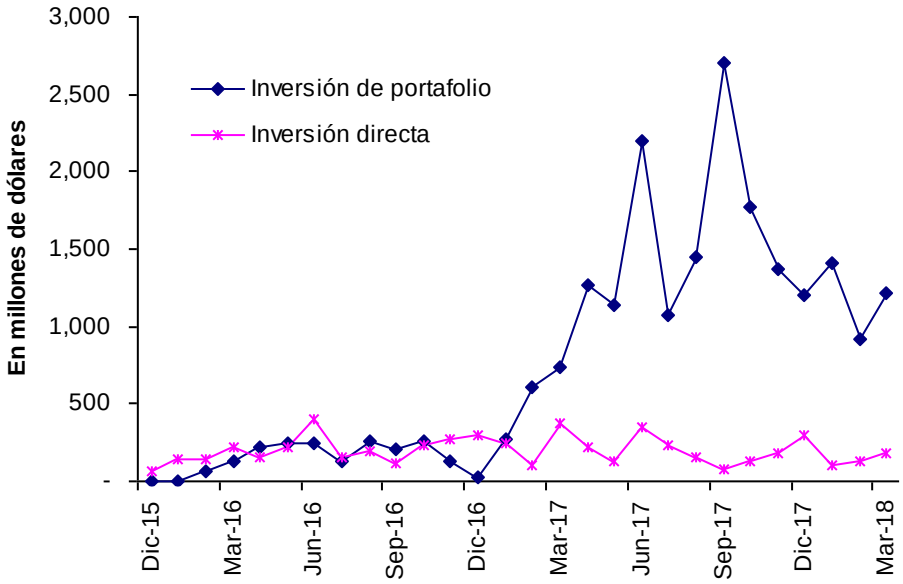
Las Letras del Banco Central (LEBAC) en los años 2016 y 2017 han reportado a los bancos y los fondos de inversión, millonarias ganancias debido a las altísimas tasas de interés de 38% y 29% anual, que no se pagan en ninguna otra parte el mundo.

La actual autoridad monetaria está generando el denominado Carry trade o bicicleta financiera, que no es nueva en la Argentina, ya que ocurrió durante los años 1970 y 1990, y en ambos casos dio lugar a fuertes devaluaciones, crisis y fuga de capitales (Basualdo, 2010).

La actual bicicleta de las LEBAC surge con el propósito de desalentar la compra de dólares y retirar pesos de la economía con el objetivo fallido de estabilizar los precios. Para convencer a los inversores tanto nacionales como extranjeros se ofrecen elevadas tasas de interés.

La adquisición de LEBAC, se puede realizar sólo con dinero en efectivo a través de bancos o sociedades de bolsa. A su vez, el ámbito de negociación de este instrumento es el Mercado Abierto Electrónico (MAE), las bolsas de comercio y mercados de valores de todo el país. Pueden participar las entidades financieras controladas por el BCRA.

Gráfico 2. La inversión de portafolio versus inversión directa: 2015-2018



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Esas elevadas tasas de interés han seducido a los fondos de inversión internacionales para participar del negocio que se denomina curreny carry trade sobre el peso argentino: que consiste en ingresar dólares a la plaza local, luego venderlos y con los pesos obtenidos comprar LEBAC, para que en un plazo determinado recomprar más dólares con el capital e intereses de esa inversión en pesos, mientras se mantiene estable el tipo de cambio.

Es importante destacar que estos inversores extranjeros que obtienen millonarias ganancias, no dejan ese dinero en la Argentina, se lo llevan a su país de origen, generando el aumento de la fuga de capitales al exterior (Basualdo y otros, 2017).

En la licitación de abril de 2018, al plazo más corto de 28 días se fijó la tasa de interés de LEBAC en 26,30%anual, lo que significó 0,20 puntos porcentuales por debajo del 26,50% de marzo. Esta tasa de interés está por encima de la inflación estimada del 25% anual y es superior a la ganancia que se puede obtener comprando dólares o colocando los pesos en depósitos a plazo fijo.

Según el Balance Cambiario del BCRA los capitales que ingresaron a la Argentina fueron básicamente inversión de portafolio que se destinaron a la especulación, especialmente a la compra de LEBAC debido a que ofrecen sustanciales rendimientos, que se mencionó anteriormente. En efecto, las elevadas tasas de interés de las LEBAC hacen que muy pocos inversores tomen el riesgo de invertir en la economía real cuando es más fácil y rápido de obtener grandes rendimientos con la bicicleta financiera. Por el contrario, se verifica que la evolución del ingreso de capitales de inversión extranjera directa (IED) con destino a la economía productiva para generar nuevos puestos de trabajo ha sido muy escaso, reflejándose el fracaso de la política económica de Macri para atraer capitales productivos (ver Gráfico 2).

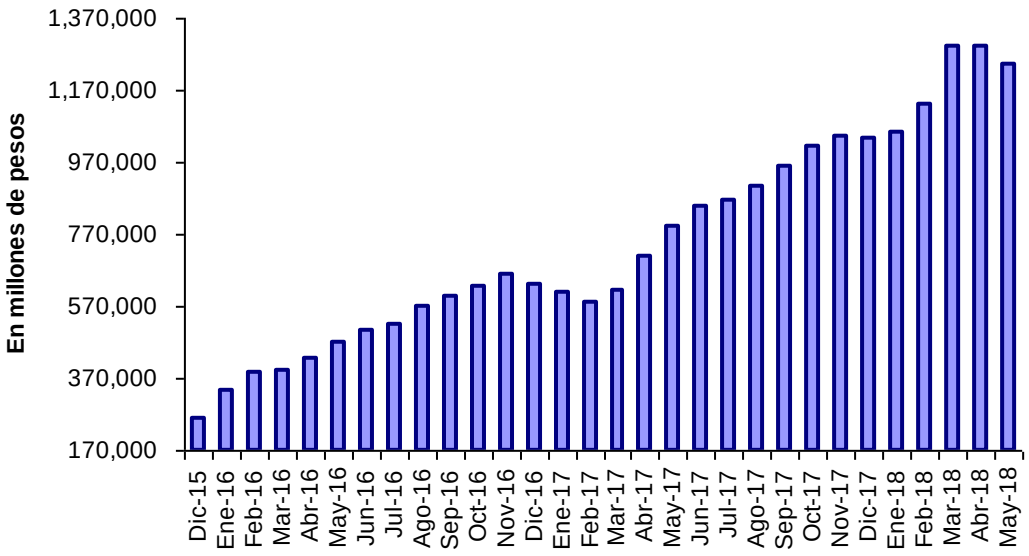
3. La dinámica de la deuda en LEBAC

Durante 2016 como resultado de la elevada inflación las LEBAC fueron una alternativa relevante de inversión financiera con tasa de interés positiva. A pesar de que existe el tramo no competitivo para los pequeños ahorristas no es una opción apropiada, ya que se sigue tratando de un activo diseñado para los grandes jugadores como los bancos y fondos de inversión, situación que se observa desde diciembre de 2015.

En el presente año se observa un esfuerzo por parte del BCRA para renovar las letras emitidas en cada vencimiento, y evitar que esa masa de dinero se canalice en préstamos al consumo, o se destine a otros activos como la divisa estadounidense. La consecuencia son excesivos los montos que la autoridad monetaria tiene que cancelar cada mes.

Los vencimientos de LEBAC conllevan un factor de propagación de los desbalances en el mercado cambiario, debido a que la masa de dinero que no es renovada se destina a la compra de dólares.

Gráfico 3. Evolución del Stock de las LEBAC. Argentina, años 2015 - 2018



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

El incremento del stock de LEBAC, de los montos licitados y los intereses a pagar se intensifico desde la liberación del mercado cambiario en diciembre de 2015, por lo que, para controlar el alza del tipo de cambio la política del gobierno está asentada en el endeudamiento externo y las elevadas tasas de interés de las LEBAC.

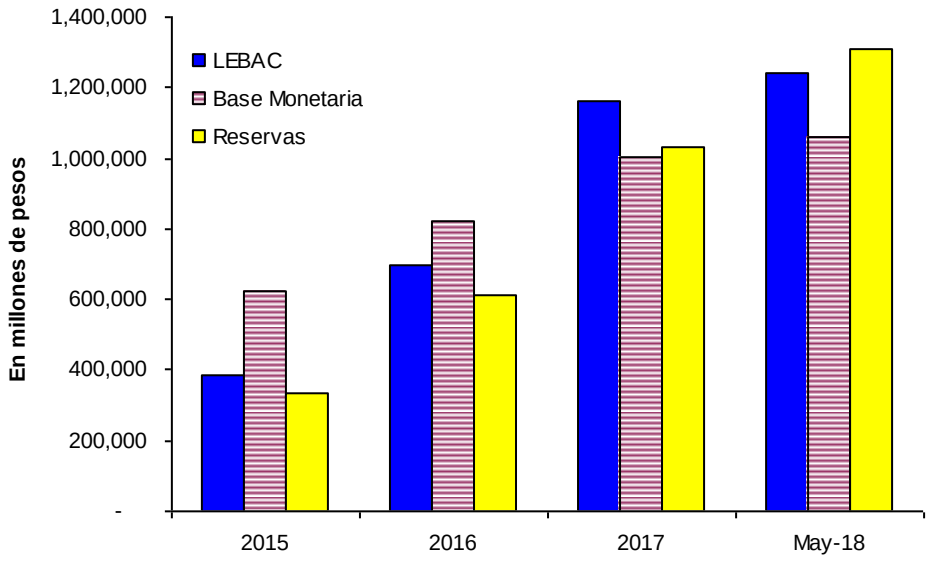
En cada vencimiento, la decisión de los inversores tienen como dilema: renovar la inversión especulativa en moneda nacional o comprar divisas y protegerse de una aceleración del tipo de cambio.

Este proceso de vencimiento de las LEBAC se está volviendo muy inestable, debido a que tanto los montos licitados como los montos pagados se incrementan significativamente y cada vez presentan una mayor participación en las reservas del BCRA.

Las alternativas del Gobierno han consistido en dejar que esta masa dinero se traslade, al menos en parte, a hacia la compra de dólares, o bien desprenderse de las reservas del BCRA para intentar desinflar la cotización del dólar. En los últimos vencimientos se produjeron, sin embargo, ambos fenómenos. En efecto, el dólar se depreció en los meses de enero y febrero y el

BCRA intervino para evitar una depreciación aún mayor. Esto pone de manifiesto que los inversores se encuentran menos interesados en los rendimientos ofrecidos y cada vez una mayor proporción de inversores decide no renovar las letras ante la incertidumbre que genera la evolución del tipo de cambio.

Gráfico 4. Relación entre los agregados monetarios en Argentina. Años 2015 - 2018



Fuente: Elaboración propia en base a Estado Pasivos y Activos del BCRA

Según el Estado de Activos y Pasivos del BCRA, el stock actual de LEBAC asciende a $ 1.240.401 millones. Con estos valores al 17 de mayo del corriente año, el stock de LEBAC representa una cifra ligeramente inferior a las reservas internacionales del BCRA (+94,9%).

Por otro lado, el stock de LEBAC supera a la base monetaria ($ 1.058.421 millones). De esta manera, la cifra indica que por cada $ 1 que está circulando en la economía hay $ 1,17 con destino a la inversión en letras del Banco Central.

En cuanto al monto pagado en concepto de intereses, forma parte de un proceso que tiende a acrecentarse continuamente como consecuencia de las elevadas tasas de interés. Así, durante el año 2015 se pagaron intereses de los títulos emitidos por el BCRA $ 77.239 millones, en 2016 fue de $ 153.344 millones y para 2017 se estima en $ 194.701 millones.

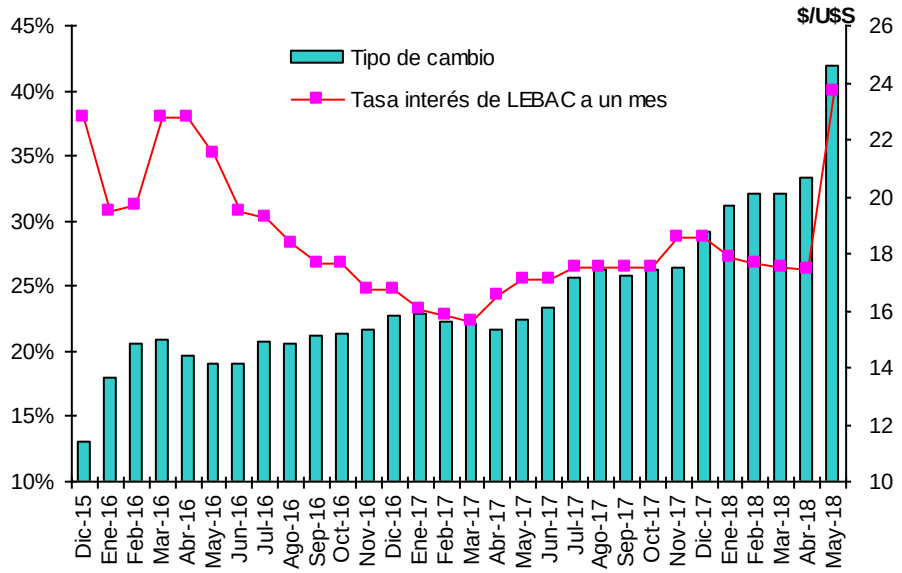
4. El nuevo escenario de la política monetaria

Los inversores en LEBAC hasta el mes de noviembre de 2017 disfrutaban de rendimientos reales que superaban a la inflación. Sin embargo, a partir de diciembre hubo una excesiva suba de la demanda de dólares y aceleró el ritmo de depreciación del peso hasta febrero de 2018 y se estabiliza el tipo de cambio en los meses de marzo y mediados de abril, pero la última semana de abril fue difícil para el Banco Central por la venta de reservas.

Durante el mes de abril se perdieron reservas por US$ 5.103 millones, sembrándose dudas acerca de la política monetaria para reducir la inflación, estabilizar el tipo de cambio y la sostenibilidad del ritmo de venta de reservas internacionales. Esta situación impulsó al gobierno de Macri recurrir al Fondo Monetario Internacional (FMI) para obtener una línea de crédito para afrontar la corrida cambiaria.

Gráfico 5. La tasa de LEBAC anual y el tipo de cambio: 2015 – 2018

En porcentaje y peso por dólar



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

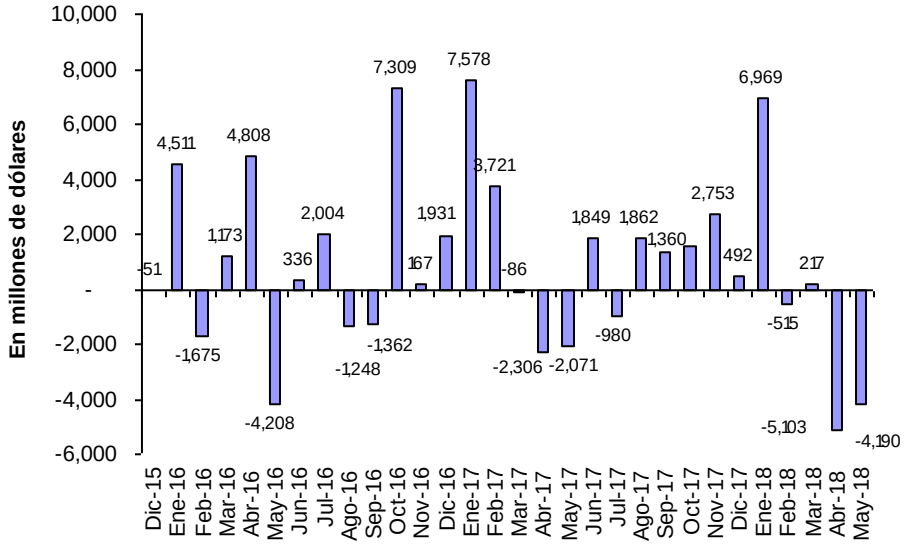
Existen factores externos e internos que explican la corrida o el exceso de demanda de dólares. El principal factor externo surge de la aceleración inflacionaria en Estados Unidos, lo que impulsó a que el rendimiento de los bonos superara por primera vez desde el año 2014, el 3%. Esto dio lugar al fenómeno "fly to quality", es decir, el cambio en la composición de cartera de los inversores a favor una mayor posición en activos con riesgo cero.

Con respecto a los factores internos, se destacan los siguientes:

1.- El cambio de metas de inflación, el 28 de diciembre de 2017, que pasó de una banda de 8% a 12% al nuevo objetivo de 15%, lo que implicó un relajamiento de la tasa de política monetaria. Sin embargo, al comenzar las presiones sobre el tipo de cambio, debió detener el proceso de relajamiento y endurecer la política monetaria mediante el aumento de la tasa de interés.

Gráfico 6. Variación de reservas internacionales: 2015 – 2018

En millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

2.- Un menor flujo de dólares comerciales en estos primeros meses del año, como consecuencia de condiciones climáticas adversas que generaron la pérdida de unos U$S 8.500 millones. Así, a los factores de mayor demanda se le sumó un factor climático, totalmente fuera del control de las autoridades, que restringió la oferta de divisas por parte del canal comercial.

3.- La volatilidad cambiaria de fin de año y al inicio de 2018 pulverizaron en parte las ganancias de los grandes fondos de inversión internacionales como Templeton y Blackrock, quienes empezaron a desarmar sus tenencias de papeles locales ante el cambio de reglas de juego y eligen otras plazas que perciben más previsibles, entre las cuales Egipto es la principal.

4.- La entrada en vigencia del impuesto a la renta financiera sobre la tenencia de LEBAC por parte de no residentes. El día 25 de abril del corriente año se dio fin a la exención de impuestos de la que gozaban los tenedores no residentes de Letras del Banco Central. Esto motivo, a que los inversores extranjeros se desprendieran de las mismas y demandaran dólares para salir de la posición antes de que comenzaran a tributar.

5.- El elevado déficit de cuenta corriente, que en 2015 era de U$S 17.622 millones pasó a U$S 30.792 millones en 2017, representando el 5% del PBI, que para los países emergentes es considerado una cifra elevada.

Finalmente, en los primeros dieciocho días del mes de mayo el Banco Central vendió reservas por U$S 4.190 millones para contener el tipo de cambio, aun así, el dólar logró escalar a $ 24,60, frente a los $ 20,69 de abril. Asimismo, el BCRA convalidó en la última licitación de mayo una tasa corta de LEBAC del 40% anual, superando a la tasa de interés del 26,30% de abril, lo que significó un fuerte suba en la tasa de referencia de política monetaria.

5. Conclusiones

El Banco Central para combatir la inflación y la suba del dólar, ofrece una elevada tasa de interés, generando la bicicleta financiera de las LEBAC y creando un gigantesco endeudamiento, que se tiene que pagar en un futuro inmediato. El stock de LEBAC se incrementa por el propio pago de intereses, ya que cuando hay vencimientos de estas letras, para evitar un incremento de los agregados monetarios, el BCRA no sólo coloca nuevos títulos por el monto de capital sino que también el pago de intereses.

Esta política monetaria impulsa la fuga de divisas al exterior, las altas tasas de interés sedujeron a que los fondos de inversión foráneos se hicieran presentes en el país, originando un panorama cargado de incertidumbre al corto y mediano plazo. Con este accionar del BCRA se ha beneficiado al sector financiero, quienes han obtenido millonarias ganancias. Asimismo, las LEBAC dejan al descubierto la funesta política económica encarada por el gobierno Macri, que

no logra atraer capitales productivos y genuinos al país, que prometió en campaña la llegada de inversión extranjera directa (IED).

Como consecuencia de la ineficaz política monetaria para controlar los precios internos de la economía y estabilizar el tipo de cambio el Fondo Monetario Internacional (FMI) regresa a la política Argentina, después de doce años, para otorgar una línea de crédito entre U$S 20.000 millones y U$S 30.000 millones, desconociéndose las condiciones que impondrá dicho organismo multilateral.

6. Bibliografía

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), 2016. Situación argentina. Segundo trimestre de 2016.

Banco Central de la República Argentina, 2017. Estados Contables al 31 de Diciembre de 2016.

Banco Central de la República Argentina, 2018. Series estadísticas del BCRA

Banco Ciudad, 2018. Informe Económico Semanal Nº 450 – 9 de Marzo 2018

Basualdo, E. (2010). Estudios de historia económica argentina. Desde los albores del peronismo a la actualidad. Buenos Aires: Siglo XXI editores.

Basualdo, E. (ed.). Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri. Buenos Aires: Siglo XXI editores.

Invecq Consulting SA, 2018. Una semana difícil para el Banco Central

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2016. La política monetaria y los bancos centrales.

Universidad Nacional de Avellaneda, 2017. Lebac y deuda del BCRA