



ASOCIACION ARGENTINA
DE ECONOMIA POLITICA

LV REUNIÓN ANUAL | NOVIEMBRE DE 2020

La flexibilidad de un instrumento de política monetaria: El caso de las LEBAC en Argentina

Carrera, Jorge
Maciel, Gaspar
Rodríguez, Esteban

La flexibilidad de un instrumento de política monetaria:

El caso de las LEBAC en Argentina

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

Resumen

En este trabajo se analiza el principal instrumento de esterilización utilizado por el Banco Central de la República Argentina entre 2002 y 2018: las LEBACs (Letras del Banco Central). Las mismas han tenido distintas versiones a lo largo de los años, de acuerdo al contexto macroeconómico y los objetivos de política de cada momento. En la primera parte del trabajo se presenta de manera analítica: 1) una comparación entre un Banco Central que utiliza un pasivo propio versus otro que realiza operaciones de mercado abierto con títulos de deuda del Gobierno; y 2) un análisis de cómo son afectadas los balances de los distintos agentes de la economía dependiendo de quién suscribe las letras del banco central y de cuál fue el objetivo de la esterilización. En la segunda parte del trabajo se ejemplifica el análisis previo con lo acontecido en la Argentina en las últimas dos décadas.

Abstract

This paper analyzes the main sterilization instrument used by the Central Bank of Argentina between 2002 and 2018: the LEBACs (Central Bank Bills). Over the period, LEBACs have taken different forms depending on the macroeconomic context and the policy goals at the time. In the first section, the following exercises are presented: 1) a comparison between a Central Bank that uses its own liability versus another that carries out open market operations with government debt securities; and 2) an analysis of how different economic agents' balance sheets are impacted according to who signs the central bank bills and what was the objective of the sterilization. The second part applies the previous analysis to Argentina over the last two decades.

JEL: E41, E43, E44, E51, E52

Keywords: Monetary policy, Central bank, Sterilization, Financial system, Reserves, Monetary instruments

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 Se agradece a Beatriz Biasone y a Gerardo Joffe por los comentarios realizados a una versión previa de este trabajo. Cualquier error que pudiera contener la versión actual es responsabilidad de los autores.

Índice

- 0. Introducción**
- 1. Instrumento de regulación de liquidez: pasivo del Banco Central vs. pasivo del Gobierno.**
 - 1.1. Ejercicio simple de esterilización.
- 2. Los Balances de una economía con LEBACs.**
 - 2.1. El Balance del Banco Central.
 - 2.2. El Balance del Gobierno.
 - 2.3. El Balance del Sector Privado Financiero.
 - 2.4. El Balance del Sector Privado no Financiero.
 - 2.5. El Balance del Resto del Mundo.
- 3. Análisis esquemático de las distintas versiones de las LEBACs**
 - 3.1. Condiciones Iniciales de los ejercicios.
 - 3.2. Compra de Reservas esterilizada con LEBACs al Sector Financiero.
 - 3.3. Compra de Reservas esterilizada con LEBACs al Sector Privado no Financiero.
 - 3.4. Financiamiento del Gobierno esterilizado con LEBACs al Sector Financiero.
 - 3.5. Financiamiento del Gobierno esterilizado con LEBACs al Sector Privado no Financiero.
 - 3.6. Deuda externa e inversiones externas de cartera esterilizadas con LEBACs al Resto del Mundo.
- 4. Historia y evolución de las Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC)**
 - 4.1. Origen en un contexto de crisis. Año 2002.
 - 4.2. El período de acumulación de superávits externos. Años 2003-2007.
 - 4.3. Período posterior a la crisis financiera internacional. Años 2008-2015.
 - 4.4. El período del *Inflation Targeting*. Años 2016-2018.
 - 4.5. Crisis cambiaria y eliminación de las LEBACs.
- 5. Conclusiones**
- 6. Referencias**
- 7. Anexos**

0. 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 y cuáles sean los principales instrumentos de política monetaria, se espera que un Banco Central tenga cierta influencia en la liquidez del sistema financiero y en las tasas de interés de corto plazo. Es así que resulta imprescindible contar con 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, entre 2002 y 2018, el BCRA utilizó para estos fines las LEBACs, instrumento que mostró tener una gran flexibilidad para adaptarse a las necesidades y circunstancias de cada momento.

A lo largo de las últimas dos décadas, las LEBACs fueron utilizadas para distintos fines: para estabilizar el tipo de cambio en medio de una profunda crisis; para esterilizar las compras de reservas impulsadas por el superávit comercial; para absorber la liquidez inyectada por el financiamiento monetario del sector público; para brindar al sector privado una alternativa de ahorro; y para promover el ingreso de divisas. Estas distintas aplicaciones fueron acompañadas de cambios regulatorios referidos a quienes podían suscribir esas letras (sector financiero/particulares, residentes/no residentes), como también de cambios en las características del instrumento. Es así que hubo LEBACs en moneda local, en moneda extranjera e incluso ajustadas por inflación, en plazos que fueron desde los 7 días hasta más de dos años.

En este trabajo se analizan las distintas etapas de las LEBACs, en el contexto de la situación macroeconómica del momento. La exposición combina tanto elementos descriptivos en cuanto a los cambios normativos que se fueron sucediendo, como elementos analíticos para identificar esquemáticamente los distintos roles que fueron cumpliendo las LEBACs a lo largo de los años. En la primer sección, con el objetivo de contextualizar la experiencia argentina respecto a la de otros países, se analizan las diferencias y similitudes entre un Banco Central que emite su propio pasivo para regular la liquidez y establecer tasas de interés, con un Banco Central que lo hace comprando y vendiendo en el mercado secundario deuda del gobierno. En la segunda sección se presentan de manera simplificada los balances de los distintos agentes de la economía, herramienta que es utilizado en las secciones siguientes para analizar las consecuencias macroeconómicas de las distintas etapas de las LEBACs. Estos balances son empleados en la tercera sección para ejemplificar de manera esquemática las implicancias de las distintas versiones que tuvieron las LEBACs. En particular, se analizan cinco escenarios distintos: 1) Compra de reservas esterilizada con LEBACs colocadas al Sector Financiero; 2) Compra de reservas esterilizada con LEBACs colocadas al Sector Privado no Financiero; 3) Financiamiento al Gobierno esterilizado con LEBACs colocadas al Sector Financiero; 4) Financiamiento al Gobierno esterilizado con LEBACs colocadas al Sector Privado no Financiero; y 5) Deuda externa e inversiones externas de cartera esterilizadas con LEBACs colocadas al Resto del Mundo.

En la cuarta sección se utiliza el análisis anterior para la descripción del contexto macroeconómico y de los distintos cambios regulatorios relacionados con las LEBACs. Esta

sección se divide en distintos períodos históricos, los cuales no se corresponden estrictamente con cada uno de los casos analíticos presentados en la sección tercera, aunque en ocasiones es clara la predominancia de un esquema de esterilización por sobre los demás. Las distintas etapas son: 1) El origen de las LEBACs en 2002, donde se analiza el rol que cumplió este instrumento para ayudar a estabilizar la economía en un contexto de profunda crisis económica, política y social; 2) El período que comprende desde 2003 hasta la crisis financiera internacional, donde el superávit comercial permitió al BCRA recomponer su nivel de reservas, recurriendo a las LEBACs para esterilizar la expansión monetaria resultante; 3) El período 2008-2015, en el que, a raíz de la crisis financiera en primer lugar y del menor superávit fiscal después, el financiamiento al tesoro volvió a ser un factor relevante de expansión monetaria. En este período, se utilizaron las LEBACs tanto para regular el crecimiento de los agregados monetarios como para consolidar las reservas internacionales; 4) El período comprendido entre 2016 y 2018, cuando las LEBACs se utilizaron primero para establecer una tasa de referencia y luego como instrumento central del programa de *inflation targeting* que se implementó en esos años. El trabajo finaliza con las principales conclusiones alcanzadas.

1. 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 más 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 EEUU (FED) para conducir la política monetaria.

De manera simplificada, la forma en que la FED implementa sus decisiones de política monetaria puede resumirse de la siguiente manera. Periódicamente, sanciona 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 “casi-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 que, 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. Según la misma encuesta, la utilización de títulos propios parece ser un complemento de otras herramientas como los pases, encajes o títulos del Tesoro.

Los 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 gobierno. 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.

Los instrumentos a los cuales puede recurrir el Banco Central para regular la liquidez son diversos. Puede ofrecer pases, esto es, 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). También puede ofrecer depósitos remunerados a las entidades financieras, aunque la desventaja de este instrumento es su escasa flexibilidad.

Asimismo, 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. No obstante, los 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.

Esta variedad de instrumentos en muchos casos ha mostrado ser insuficiente, por lo que distintos Bancos Centrales se han visto obligados a crear un pasivo de mayor duración que el de un pase y que no interfiera en el rol que cumplen los encajes en términos de estabilidad financiera. Como señala Rule (2011), ante la ausencia de un mercado de títulos públicos

³ IMF survey of CB monetary policy instruments.

adecuados, los títulos emitidos por el Banco Central 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.

Para los países emergentes, usualmente expuestos a los vaivenes del ciclo financiero internacional (tasa de interés internacional y precios de materias primas), este constituye un elemento adicional de regulación de la liquidez. En estas economías, la diferenciación entre pasivos remunerados y no remunerados podría ser de especial relevancia, ya que en situaciones de *stress* de liquidez o de cierre de los mercados de crédito, necesitarían una mayor expansión monetaria, que se vería reflejada en un aumento del pasivo del Banco Central. Dados los riesgos de un incremento únicamente de su pasivo no remunerado (base monetaria), en términos de caída de la tasa de interés y presión sobre el tipo de cambio, podrían recurrir a incrementar también su pasivo remunerado. De esta manera, la disponibilidad de instrumentos propios para la regulación de la liquidez otorgaría mayor autonomía operativa al Banco Central para la implementación de su política monetaria.

En otro orden, 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, el BCRA no es el único que 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 “Pagars 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 OMAs en el mercado de deuda del gobierno. Se deja para la segunda sección un

análisis más completo sobre los balances de los distintos sectores de la economía, lo cual permitirá discutir con más detalle la utilización que se le dio a las LEBACs en nuestro país.

1.1. Ejercicio simple de esterilización.

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 está dispuesto a convalidar una expansión monetaria de \$50. Se supone que ni el Gobierno ni el Banco Central tienen 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 OMA 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_t). Luego, para efectivizar la expansión monetaria deseada (M_t), el Banco Central debe comprar parte de estos nuevos títulos de deuda. Los siguientes balances ilustran la situación:

	Gobierno	Banco Central		Resto de la Economía	
1	$+B_t = \$100$			$+B_t = \$100$	
2		$+B_t = \$50$	$+M_t = \$50$	$-B_t = -\$50$	$+M_t = \$50$
Res.	$B_t = \$100$	$B_t = \$50$	$M_t = \$50$	$B_t = \$50$	$M_t = \$50$

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_t) y luego absorbe la mitad de lo emitido recurriendo a un pasivo remunerado (L_t). Se supone que el dinero emitido mediante el financiamiento al Tesoro (M_t) 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.

	Gobierno	Banco Central		Resto de la Economía	
1	$+AT_t = \$100$	$+AT_t = \$100$	$+M_t = \$100$	$+M_t = \$100$	
2			$-M_t = \$50$	$-M_t = \$50$	$+L_t = \$50$
Res.	$AT_t = \$100$	$AT_t = \$50$	$M_t = \$50$	$M_t = \$50$	$L_t = \$50$

⁴ En Argentina se denominan Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional.

Al consolidar los balances del Gobierno y el Banco Central, se cancela la deuda intra-sector público (AT_t) y se llega a resultados similares para ambos ejercicios. Para ver esto, puede resultar útil recurrir a 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. 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, en principio no 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 OMA's 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 cuasifiscal.

Aquí es donde empiezan a jugar las especificidades de cada economía: ¿la deuda del Gobierno tiene el mismo riesgo de default que la del Banco Central? ¿Quién paga una tasa de interés más alta? ¿Cuál es el plazo de cada deuda? A su vez, pueden surgir otras diferencias entre los pasivos del Gobierno y los del Banco Central. 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.

No obstante, como se verá a partir de la siguiente sección, las LEBACs en Argentina fueron muy flexibles en estas cuestiones, por lo que en determinados períodos se asemejaron bastante a la deuda del Gobierno.

⁵ Sector tradicionalmente regulado por el propio Banco Central.

2. Los Balances de una economía con LEBACs.

En esta sección se supone una economía más compleja, compuesta por cinco agentes: Banco Central (BC), Gobierno (GOB), Sector Privado no Financiero (SP), Sector Privado Financiero (SF) y Resto del Mundo (RM). Para cada uno de estos sectores, se presentan de manera esquemática sus principales activos y pasivos, lo cual permitirá comprender las interrelaciones entre ellos y el rol que tuvieron las LEBACs.

2.1. El Balance del Banco Central

Consideraremos sólo dos activos para BC: 1) las reservas internacionales (RES_t) valuadas en moneda local de acuerdo al tipo de cambio del momento (e_t , medido en pesos por dólar); 2) préstamos al Gobierno bajo la forma de adelantos transitorios (AT_t). Las reservas internacionales están invertidas a una tasa de interés nominal i_t^* , mientras que los préstamos al gobierno no rinden interés. Por simplicidad, asumiremos que el BC no tiene en su cartera títulos de deuda del GOB, ya que en nuestros ejemplos no serán utilizados para realizar política monetaria.

Del lado de los pasivos, consideraremos tanto remunerados como no remunerados. Los primeros estarán constituidos por las letras que emite el BC (L_t) a tasa nominal i_t^L , las cuales pueden ser suscriptas tanto por el SP, SF y RM: $L_t = L_t^{SP} + L_t^{SF} + L_t^{RM}$. En la medida que sea necesario, se distinguirá entre las letras emitidas en pesos o en dólares ($L_{\$,t}$ o $L_{US\$,t}$), cada una con su respectiva tasa de interés ($i_{\$,t}^L$ o $i_{US\$,t}^L$).

El pasivo no remunerado estará constituido por la Base Monetaria (BM_t), la cual incluye el circulante en poder del público ($CIRC_t$) y los depósitos que las entidades financieras mantienen en la cuenta corriente del BC (CC_t). Por simplicidad, se asumirá 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 tendrán un componente obligatorio, correspondiente a los requisitos de efectivo mínimo proporcionales al nivel de depósitos (em_t) y uno excedente ($CCEXC_t$). Por lo tanto, la base monetaria queda constituida de la siguiente forma:

$$BM_t = CIRC_t + em_t + CCEXC_t \quad (2)$$

Cabe mencionar que las entidades no reciben interés alguno por sus depósitos en el BC⁶, 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, por lo que $CCEXC_t$ será absorbido por el efectivo mínimo.

La siguiente figura resume el balance del BC:

⁶ En este trabajo supondremos que no existe la posibilidad de integrar efectivo mínimo con letras o bonos del Tesoro.

Banco Central	
$e_t RES_t$	$CIRC_t$
AT_t	em_t
	$CCEXC_t$
	L_t

$\left. \begin{array}{l} CIRC_t \\ em_t \\ CCEXC_t \end{array} \right\} BM_t$

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.

2.2. El Balance del Gobierno

Se asumirá una versión sumamente simplificada del GOB, donde se supone que no cuenta con ningún activo mientras que sus pasivos estarán constituidos por 1) la asistencia que le brinda el BC (AT_t) y 2) deuda que podrá estar en manos de cualquiera de los otros agentes de la economía (B_t). Es decir, esta deuda se podrá descomponer en cada uno de los acreedores: $B_t = B_t^{SP} + B_t^{SF} + B_t^{RM}$. Más aún, cuando sea necesario se podrá distinguir entre deuda denominada en moneda local y externa ($B_{\$,t}$ y $B_{US\$,t}$), la cual pagará su respectiva tasa de interés ($i_{\$,t}^B$ y $i_{US\$,t}^B$). El balance del Gobierno queda como se muestra a continuación:

Gobierno	
	AT_t
	B_t

El déficit del GOB, 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, un superávit primario mayor a la carga de intereses equivaldrá a una reducción de los pasivos del Gobierno

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

Combinando los balances del BC y del GOB se puede obtener la restricción presupuestaria del Sector Público Consolidado para esta economía:

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

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 GOB y las letras emitidas por el BC. Ambas pueden cumplir el rol de financiar al GOB y representan una carga de intereses, los cuales se podrán computar al resultado financiero del GOB o al déficit cuasifiscal que presionará por una mayor expansión monetaria.

3. El Balance del Sector Privado no Financiero

En este sector englobaremos tanto a los hogares como a las firmas del sector no financiero. Entre los activos del SP consideraremos: 1) circulante emitido por el BC ($CIRC_t$); 2) divisas (DIV_t), que supondremos fuera sistema financiero; 3) depósitos a la vista en moneda local en el Sector Financiero (CA_t), 4) depósitos a plazo en moneda local en el Sector Financiero (DEP_t), que rinden una tasa nominal i_t^{DEP} ; 5) bonos emitidos por el Gobierno (B_t^{SP}), y 5) pasivos remunerados del BC (L_t^{SP}). Como único pasivo consideraremos el crédito que toman del Sector Financiero ($CRED_t$) a una tasa nominal i_t^{CRED}

S. Privado No Financ.	
$CIRC_t$	$CRED_t$
$e_t DIV_t$	
CA_t	
DEP_t	
B_t^{SP}	
L_t^{SP}	

Supondremos 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 o por el GOB para cancelar deuda en dólares. 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:

$$M2 = CIRC_t + CA_t \quad (3)$$

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

3.1. El Balance del Sector Privado Financiero

Los activos que consideraremos 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_t) y en parte excedentes ($CCEXC_t$). Por su parte, los activos que le generan rentabilidad consisten en bonos del Gobierno (B_t^{SF}), créditos al SP ($CRED_t$) y letras del BC (L_t^{SF}). Los pasivos que se considerarán son los depósitos del SP, tanto a la vista como a plazo.

S. Privado Financ.	
em_t	DEP_t
$CCEXC_t$	CA_t
B_t^{SF}	
$CRED_t$	
L_t^{SF}	

3.2. El Balance del Resto del Mundo

El RM podrá adquirir bonos del Gobierno (B_t^{RM}) y pasivos remunerados del BC (L_t^{RM}). Cuando sea necesario, haremos la distinción entre bonos y letras en pesos o en dólares. Su único

pasivo serán las divisas que acumulan tanto el BC como el SP: $DOL_t = RES_t + DIV_t$, aunque sólo pagará intereses por las reservas. La forma en que estas divisas ingresan o salen de la economía es 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.

$$\begin{array}{c|c} \text{Resto del Mundo} & \\ \hline B_t^{RM} & e_t DOL_t \\ L_t^{RM} & \end{array}$$

Habiendo presentado los balances de cada uno de los sectores que componen la economía, en la sección siguiente se presentarán de manera esquemática distintas formas y contextos en que las LEBACs pueden ser implementadas, los cuales pueden tener mayor o menor relevancia en los períodos históricos considerados en la cuarta sección.

3. Análisis esquemático de las distintas versiones de las LEBACs

En esta sección, se utilizan los balances presentados previamente para discutir las distintas formas que puede tomar un pasivo remunerado del Banco Central, como las LEBACs. El ejercicio consiste en lo siguiente:

- 1) Se definen determinadas condiciones iniciales, las cuales serán las mismas en todos los escenarios planteados para facilitar la comparación.
- 2) Se produce un evento que genera un aumento de la liquidez. Los tres eventos que se considerarán son: compra de reservas por parte del BC; financiamiento monetario del déficit fiscal; ingreso de fondos externos para financiamiento del tesoro o inversiones de cartera.
- 3) El BC absorbe esta nueva liquidez emitiendo LEBACs. Se considerarán tres versiones distintas para estas letras: suscritas por el SF; suscritas por el SP; suscritas por el RM.

De esta forma, se estarán cubriendo prácticamente todos los escenarios que se dieron en nuestro país entre 2002 y 2018, los cuales serán descritos en la sección cuarta.

3.3. Condiciones Iniciales de los ejercicios

A continuación, se definen los valores iniciales de los balances de cada agente. Esta representación es puramente ilustrativa y no aspira a replicar ningún período 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 supondremos fijo en todo el período. Además de este valor del tipo de cambio, se ha supuesto un coeficiente de efectivo mínimo de 40% para los depósitos a la vista y de 20% para los depósitos a plazo. En cuanto a las tasas de interés, se hacen los siguientes supuestos:

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%
Tasa de interés deuda del GOB en US\$	$i_{US\$,t}^B$	5%

Los balances iniciales de la economía son las siguientes:

Gobierno		Banco Central		Sector Priv. No Financ.	
$AT_t = 0$		$RES_t = 2000$	$CIRC_t = 300$	$CIRC_t = 300$	$CRED_t = 300$
$B_{\$,t} = 1000$		$AT_t = 0$	$em_t = 180$	$DIV_t = 0$	
$B_{US\$,t} = 3000$			$CCEXC_t = 0$	$CA_t = 300$	
			$L_t = 0$	$DEP_t = 300$	
				$B_{\$,t}^{SP} = 500$	
				$B_{US\$,t}^{SP} = 1500$	
				$L_t^{SP} = 0$	
0	4000	2000	480	2900	300

Sector Priv. Financiero		Resto del Mundo	
$em_t = 180$	$DEP_t = 300$	$B_{\$,t}^{RM} = 0$	$DOL_t = 2000$
$CCEXC_t = 0$	$CA_t = 300$	$B_{US\$,t}^{RM} = 1500$	
$B_{\$,t}^{SF} = 500$		$L_t^{RM} = 0$	
$B_{US\$,t}^{SF} = 0$			
$CRED_t = 300$			
$L_t^{SF} = 0$			
980	600	1500	2000

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

$$BM_t = CIRC_t + em_t + CCEXC_t = 300 + 180 + 0 = 480$$

$$M2 = CIRC_t + CA_t = 300 + 300 = 600$$

Como medida de rentabilidad del sistema financiero, podemos considerar al ratio 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, simularemos un aumento de liquidez que es posteriormente absorbido por el BC. Como fue mencionado, se considerarán distintos

escenarios tanto para lo que genera el aumento de liquidez como para quién es el agente de la economía que suscribe las LEBACs.

3.4. Compra de Reservas esterilizada con LEBACs al Sector Financiero.

A continuación, se describen paso a paso las operaciones involucradas. Por simplicidad, en los balances sólo se irán mostrando 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 BCRA. Se produce una contracción de la BM.

	Gobierno	Banco Central		Sector Priv. No Financ.	
1)				$DIV_t = +100$	
2)		$RES_t = +100$	$CCEXC_t = +100$	$DIV_t = -100$ $CA_t = +100$	
3)			$em_t = +40$ $CCEXC_t = -40$		
4)			$CCEXC_t = -60$ $L_t = +60$		
Res.		$RES_t = +100$	$em_t = +40$ $L_t = +60$	$CA_t = +100$	

	Sector Priv. Financiero		Resto del Mundo
1)			$DOL_t = +100$
2)	$CCEXC_t = +100$	$CA_t = +100$	
3)	$em_t = +40$ $CCEXC_t = -40$		
4)	$CCEXC_t = -60$ $L_t = +60$		
Res.	$em_t = +40$ $L_t = +60$	$CA_t = +100$	$DOL_t = +100$

Los agregados monetarios finales resultan ser:

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

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

La rentabilidad del sistema financiero también se incrementó al 50% 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. De todas formas, la expansión de los medios de pago, reflejada en la expansión del balance del sistema financiero, fue mayor a la de la base monetaria por efectos del multiplicador monetario.

3.5. Compra de Reservas esterilizada con LEBACs al Sector Privado no Financiero.

Este ejercicio sólo difiere del anterior 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.

	Gobierno	Banco Central	Sector Priv. No Financ.
1)			$DIV_t = +100$
2)		$RES_t = +100$ $CCEXC_t = +100$	$DIV_t = -100$ $CA_t = +100$
3)		$em_t = +40$ $CCEXC_t = -40$	
4)		$em_t = -40$ $CCEXC_t = -60$ $L_t = +100$	$CA_t = -100$ $L_t = +100$
Res.		$RES_t = +100$ $L_t = +100$	$L_t = +100$

	Sector Priv. Financiero		Resto del Mundo	
1)				$DOL_t = +100$
2)	$CCEXC_t = +100$	$CA_t = +100$		
3)	$em_t = +40$ $CCEXC_t = -40$			
4)	$em_t = -40$ $CCEXC_t = -60$	$CA_t = -100$		
Res.				$DOL_t = +100$

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 del ejercicio anterior, 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. En este caso, el balance del sistema financiero no ha sufrido cambios, por lo que no se ve afectada la rentabilidad del sector.

3.6. Financiamiento del Gobierno esterilizado con LEBACs al Sector Financiero.

Para este ejercicio, supongamos la siguiente secuencia de eventos:

- 1) El Gobierno tiene un déficit primario de \$100, el cual es financiado mediante un adelanto transitorio del BC. Suponemos 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 al 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.

	Gobierno		Banco Central		Sector Priv. No Financ.	
1)	$AT_t = +100$	$AT_t = +100$	$CCEXC_t = +100$		$CA_t = +100$	
2)			$em_t = +40$ $CCEXC_t = -40$			
3)			$CCEXC_t = -60$ $L_t = +60$			
Res.	$AT_t = +100$	$AT_t = +100$	$em_t = +40$ $L_t = +100$		$CA_t = +100$	

	Sector Priv. Financiero	Resto del Mundo
1)	$CCEXC_t = +100$ $CA_t = +100$	
2)	$em_t = +40$ $CCEXC_t = -40$	
3)	$CCEXC_t = -60$ $L_t = +60$	
Res.	$em_t = +40$ $L_t = +60$	$CA_t = +100$

Los agregados monetarios finales resultan ser:

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

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

Estos resultados son similares a los del ejercicio 3.2. con la diferencia de que no se incrementaron las reservas internacionales. La esterilización realizada por el BC absorbió parcialmente el incremento de la base monetaria y dejó inalterada la expansión en los medios de pagos. Por su parte, 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.

3.7. Financiamiento del Gobierno esterilizado con LEBACs al Sector Privado no Financiero.

Este ejercicio es una combinación del 3.4. y del 3.3. El BC emite dinero para financiar al Gobierno y luego reabsorbe emitiendo letras al SP. Los balances toman la siguiente forma:

	Gobierno	Banco Central	Sector Priv. No Financ.
1)	$AT_t = +100$	$AT_t = +100$ $CCEXC_t = +100$	$CA_t = +100$
2)		$em_t = +40$ $CCEXC_t = -40$	
3)		$em_t = -40$ $CCEXC_t = -60$ $L_t = +100$	$CA_t = -100$ $L_t = +100$
Res.	$AT_t = +100$	$AT_t = +100$ $L_t = +100$	$L_t = +100$

	Sector Priv. Financiero	Resto del Mundo
1)	$CCEXC_t = +100$ $CA_t = +100$	
2)	$em_t = +40$ $CCEXC_t = -40$	
3)	$em_t = -40$ $CCEXC_t = -60$	$CA_t = -100$
Res.		

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 3.3., con la diferencia de que no se acumularon reservas internacionales. Nuevamente, se observa que las letras emitidas a particulares 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.

3.8. Deuda externa e inversiones externas de cartera esterilizadas con LEBACs al Resto del Mundo.

En este ejercicio supondremos que el resto del mundo ingresa divisas al país para comprar instrumentos de deuda tanto del Gobierno como del Banco Central. Estas divisas son parcialmente compradas por el BC, lo que produce un incremento de las reservas como contrapartida del mayor nivel de deuda. El BC esteriliza el aumento de la base monetaria emitiendo letras al SP. Por simplicidad, supondremos que el RM no participa de esta suscripción primaria, pero que luego ingresa dólares a la economía para comprar letras en el mercado secundario. En particular, supondremos los siguientes eventos:

- 1) El Gobierno necesita financiar un déficit de \$100, para lo cual se recurre al financiamiento externo. El resto del mundo ingresa US\$10 a la economía, los cuales son comprados por el BC al tipo de cambio vigente (\$10 \$/USD), y con los pesos resultante suscribe \$50 de deuda en pesos y \$50 de deuda en dólares. El sector público gasta inmediatamente los fondos recibidos, lo que se ve reflejado en un incremento de los depósitos a la vista.
- 2) El BC decide esterilizar este incremento de base monetaria emitiendo LEBACs, las cuales supondremos que inicialmente son suscriptas por el SP.
- 3) El RM ingresa divisas a la economía, las cuales son compradas por el SP con motivos de ahorro (fuera del sistema financiero). El RM utiliza los pesos resultantes para comprarle al SP sus LEBACs. No se produce un cambio en el nivel de depósitos, ya que los pesos que entrega el SP para comprar las divisas equivalen a los que recibe por vender las letras.

Los balances de los agentes quedan de la siguiente manera:

	Gobierno	Banco Central		Sector Priv. No Financ.	
1)	$B_{\$,t} = +50$ $B_{US\$,t} = +50$	$RES_t = +100$	$CCEXC_t = +100$	$CA_t = +100$	
2)			$CCEXC_t = -100$ $L_t = +100$	$CA_t = -100$ $L_t = +100$	
3)				$DIV_t = +100$ $L_t = -100$	
Res.	$B_{\$,t} = +50$ $B_{US\$,t} = +50$	$RES_t = +100$	$L_t = +100$	$DIV_t = +100$	

	Sector Priv. Financiero		Resto del Mundo	
1)	$CCEXC_t = +100$	$CA_t = +100$	$B_{\$,t} = +50$ $B_{US\$,t} = +50$	$DOL_t = +100$
2)	$CCEXC_t = -100$	$CA_t = -100$		
3)			$L_t = +100$	$DOL_t = +100$
Res.			$B_{\$,t} = +50$ $B_{US\$,t} = +50$ $L_t = +100$	

Los agregados monetarios finales resultan ser:

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

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

En este ejercicio, como el Gobierno se financió con el resto del mundo no fue necesario que el BC expanda la base monetaria para financiar el déficit primario. Pero dado que los gastos del Gobierno son en pesos, el BC se encargó de comprar los dólares que ingresaron a la economía, surgiendo allí las necesidades de esterilizar mediante la emisión de letras. La contrapartida del aumento de reservas, de la deuda pública y del atesoramiento del SP es un aumento de las acreencias del resto del mundo. Como se verá en la sección siguiente, esto constituye una fuente de vulnerabilidad para la economía doméstica.

4. Historia y evolución de las Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC)

Las LEBACs constituyeron entre 2002 y 2018 el principal instrumento de regulación monetaria del BCRA. Se trató de títulos de deuda licitados por la autoridad monetaria de tipo *bullet*, es decir, con pago total y único al vencimiento, cuyo rendimiento surgía del descuento aplicado al momento de la suscripción⁷. A lo largo de los años se vieron distintas versiones de este instrumento, como resultado de los cambiantes contextos macroeconómicos y los diversos objetivos de política perseguidos. A continuación, se recorrerá la historia de las LEBACs desde su creación en 2002 hasta su desaparición en 2018.

⁷ Las licitaciones, y las características de las mismas, serían anunciadas a través de Comunicaciones "B". En cada una habrían dos tramos: competitivo y no competitivo. En el segmento competitivo se definiría el precio de corte, que también sería de aplicación al segundo tramo. El sistema de adjudicación sería holandés (precio único). Vale destacar que entre 2012 y 2016 el sistema fue distinto, ya que se fijaba tasa y monto y se adjudicaba a las entidades financieras un monto en función de la variación de los depósitos a plazo de las últimas semanas.

4.1. Origen en un contexto de crisis. Año 2002.

Las LEBACs fueron creadas en marzo de 2002, en el contexto de la profunda crisis posterior al colapso del régimen de convertibilidad⁸. 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.

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 Gobierno intentó infructuosamente mantener una paridad de 1,40 \$/USD, pero rápidamente el tipo de cambio se disparó a valores en torno a los 4 \$/USD. 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 pesos⁹ (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Tipo de cambio y reservas en 2002



De esta manera, el 12 de marzo de 2002, a través de la Comunicación B 7155¹⁰ se anunció la licitación pública de LEBAC en pesos y atadas a la evolución del dólar a 7 días¹¹. La licitación se realizaría por sistema holandés. En el tramo competitivo podrían participar las entidades

⁸ 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.

⁹ Ver el Informe al Congreso del año 2002.

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

¹⁰ COMUNICACION " B " 7155 del 12 de marzo de 2002.

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

¹¹ 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>

financieras y cambiarias, las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, los Fondos Comunes de Inversión y las Compañías de Seguros, mientras que en el tramo no competitivo participarían las personas físicas y jurídicas no incluidas en el tramo competitivo. Su negociación se realizaría en las bolsas y mercados de valores del país.

La necesidad de absorber liquidez y de dar 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. No obstante, con el tiempo las LEBAC en pesos se afianzaron no sólo como uno de los instrumentos de absorción monetaria más importantes del Banco Central (en forma complementaria con las intervenciones en el mercado cambiario) sino que además su tasa de corte pasase a ser tenida en cuenta como la tasa de referencia del mercado doméstico, contribuyendo desde ese rol a reducir la incertidumbre en los mercados¹².

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 cambio, menores expectativas de inflación y un atractivo rendimiento en pesos, esta participación era de 81% (ver Gráfico 2).

Gráfico 2. Stock de LEBAC emitido en 2002



Fuente: BCRA.

Con el correr de los meses, los resultados obtenidos fueron satisfactorios, estabilizándose tanto el mercado cambiario como el monetario. Las tasas de interés de las LEBACs 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 un estiramiento en los plazos de las letras: mientras que las primeras licitaciones eran a 7 días, a fines de 2002 ya se habían licitado LEBACs en pesos a 271

¹² 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 realiza desde la salida de la convertibilidad, que tomó como referencia el esquema de las LEBAC (ver Parmigiani y Dapena (2005)).

días de plazo (ver Gráficos 3 y 4). Por su parte, el tipo de cambio se estabilizó por debajo de los 3,50 \$/USD y las reservas internacionales hicieron lo propio en torno a los USD10.000 millones.

Gráfico 3. Tasa efectiva anual de las LEBAC en 2002

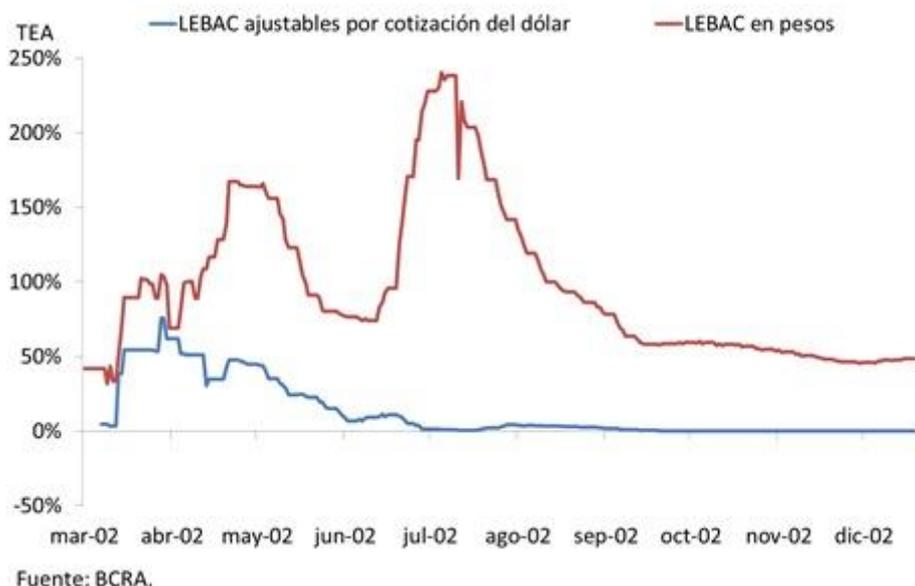
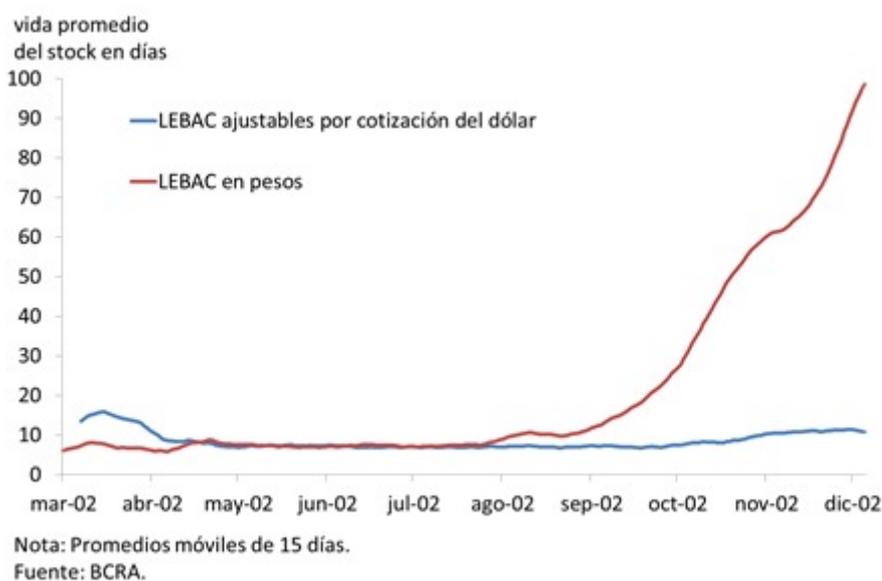


Gráfico 4. Vida promedio del stock de LEBAC en 2002



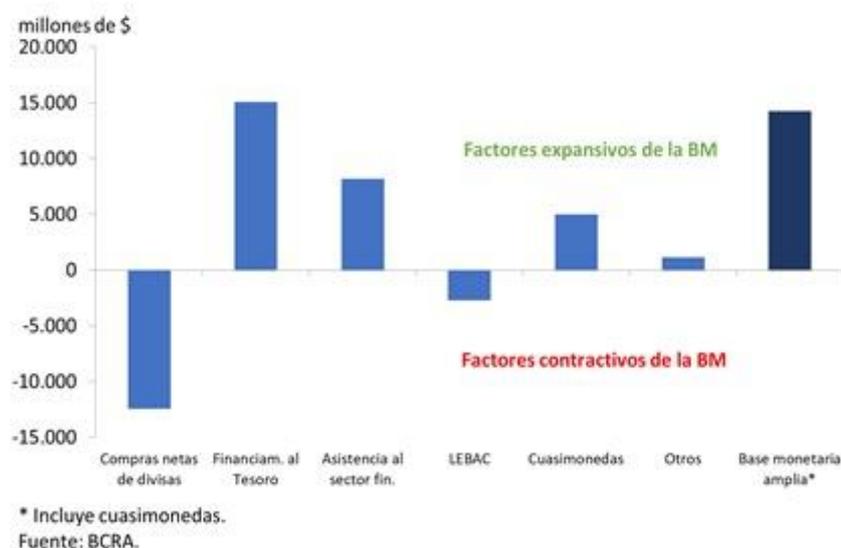
En 2002 el Gobierno tuvo un superávit primario que no fue suficiente para cubrir la carga de intereses del período. Es así que, para cubrir el déficit financiero se recurrió a los adelantos transitorios¹³ y a las transferencias de utilidades del BCRA¹⁴, estas últimas generadas por el aumento en el valor en pesos de las reservas consecuencia de la fuerte suba del tipo de cambio. Si bien el BCRA convalidó un aumento de la base monetaria, el mismo fue

¹³ Préstamos del BCRA al Gobierno Nacional a 12 meses. Para más detalles del funcionamiento de los mismos ver el Artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA.

¹⁴ Ver Artículo 38 de la Carta Orgánica del BCRA.

parcialmente esterilizado con las flamantes LEBACs. En efecto, tal como se observa en el siguiente gráfico, las LEBACs y la venta de reservas internacionales fueron los únicos factores contractivos de la base monetaria en 2002 (ver Gráfico 5).

Gráfico 5. Factores de explicación de la base monetaria amplia*. Año 2002.

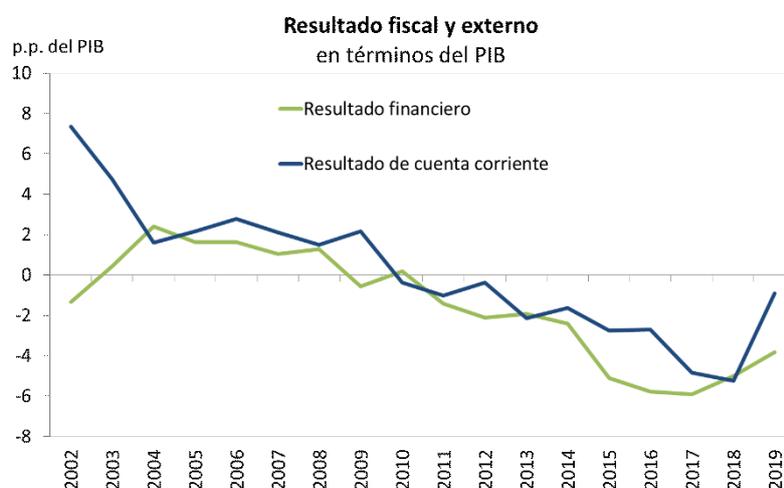


4.2. El período de acumulación de superávits externos. Años 2003-2007.

No pasó mucho tiempo desde su lanzamiento en 2002 para que las LEBACs se convirtieran en el principal, aunque no el único, instrumento de esterilización. Al tiempo que funcionó como el principal amortiguador monetario, su tasa de interés se consolidó como referencia para el resto de las tasas de la economía.

Luego de la salida de la convertibilidad, el tipo de cambio real se mantuvo sumamente competitivo por varios años. A diferencia de otras devaluaciones en la historia argentina, el *pass through* fue muy reducido por el elevado desempleo y el bajo nivel de actividad. A su vez, en los precios internacionales comenzó a sentirse la demanda de la economía china por productos agropecuarios (Bastourre, Carrera, Ibarlucia, 2008, 2009, 2012), por lo que nuestro país entró en un período de importantes superávits comerciales. La instauración de los derechos de exportación y la recuperación de la economía impulsaron la recaudación impositiva, por lo que el país gozó hasta la crisis de 2008-2009 de los denominados “superávits gemelos” (ver Gráfico 6).

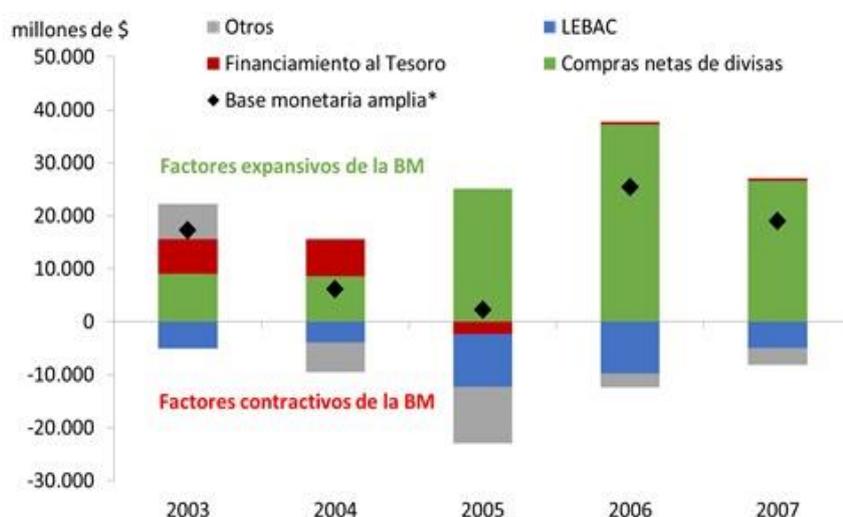
Gráfico 6. Resultado fiscal y externo



Fuente: INDEC, Ministerio de economía y BCRA.

El superávit comercial fue aprovechado por el BCRA para recomponer su stock de reservas internacionales, emitiendo dinero como contrapartida. Las LEBAC se utilizaron entonces para absorber parcialmente el “excedente” de pesos generado por el superávit de cuenta corriente en el período 2003-2007 (ver Gráfico 7). En el contexto de un régimen de flotación administrada con tipo de cambio real elevado, la esterilización evitaba que el superávit de dólares “comerciales” generara una presión bajista en el tipo de cambio. En efecto, las reservas internacionales pasaron de un nivel cercano a los USD 10.500 millones a principios de 2003 a USD 46.166 millones a fines de 2007 (+340% de variación). En el mismo período, el stock de pasivos remunerados del BCRA medido en dólares se incrementó USD 16.300 millones. Simultáneamente, el superávit fiscal del Tesoro permitió que el mismo comprara los dólares necesarios para llevar adelante un proceso de desendeudamiento.

Gráfico 7. Factores de explicación de la base monetaria amplia*. Años 2003-2007.



* Incluye cuasimonedas.

Fuente: BCRA.

Si bien existieron LEBACs ajustables a la cotización del dólar y denominadas en dólares hasta 2007, el *stock* de las mismas sólo fue relevante hasta principios de 2004, siendo prácticamente reemplazadas en su totalidad por las LEBACs en pesos. Más aún, la reducción de la tasa de inflación posibilitó el lanzamiento de LEBACs ajustables por CER. Asimismo, a partir de 2007 se establecieron las LEBAC Internas, pasando a ser negociadas sólo en el mercado interno. Sus tenedores sólo podían ser las personas jurídicas constituidas en el país y las entidades financieras autorizadas por el Banco Central para su cartera propia y para personas físicas residentes en el país y cuentas oficiales. A su vez, el agente de registro, liquidación y depositario único sería la Central de Registración y Liquidación de Instrumentos de Endeudamiento Público (CRYL)¹⁵. Si bien posteriormente se emitieron normas modificatorias, no se alteró la esencia de la misma¹⁶.

A pesar de que la normativa permitía la adquisición de LEBAC a diferentes tipos de agentes, los tenedores tradicionales de estos instrumentos fueron las entidades financieras, que colocaban parte de la capacidad prestable de los depósitos de las personas y las empresas, obteniendo un interés por un instrumento con riesgo nulo y muy alta liquidez. De esta manera, las LEBACs de las entidades financieras representaban la contraparte de su pasivo con los depositantes.

4.3. Período posterior a la crisis financiera internacional. Años 2008-2015.

A partir de 2008 el esquema macroeconómico vigente hasta ese momento sufrió un severo shock. La crisis financiera global empeoró las cuentas externas, al tiempo que se deterioraron las cuentas fiscales. El Tesoro comenzaría a registrar déficit a partir de 2009, y el resultado de cuenta corriente de la balanza de pagos haría lo mismo a partir de 2010 (ver Gráfico 6). Se consolidaría entonces la opción de política económica de financiar el déficit fiscal con utilidades y adelantos transitorios del BCRA.

Asimismo, entre 2011 y 2015 se produciría una des acumulación de reservas internacionales. Las menores compras de divisas del BCRA al sector privado respecto a los años previos se transformarían al final del período en ventas netas. A este proceso se sumaría la utilización de reservas para pagar intereses y cancelar deuda con acreedores privados y organismos internacionales. Según la evaluación de ese momento, y dado el acotado alcance del mercado financiero doméstico, el costo de esa forma de financiamiento era menor que el del mercado externo, máxime a partir de la existencia del conflicto irresuelto con los *holdouts*.

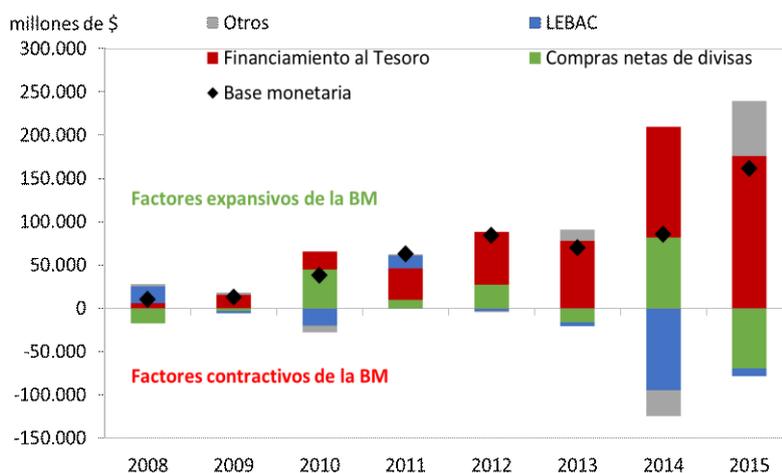
En líneas generales, en el período 2008-2015 se registró un creciente financiamiento monetario del Tesoro, sin una tendencia marcada en la utilización de las LEBAC. Si bien hasta 2013 predominaron fuertemente los factores expansivos de la base monetaria, en 2014 y 2015 se observó un mayor uso de mecanismos de esterilización. En el primer año se utilizaron las LEBAC, mientras que en el segundo año se recurrió sobre todo a las ventas de divisas al sector privado y en menor medida las LEBAC (ver Gráfico 8). Este cambio en la utilización de las letras

¹⁵ COMUNICACIÓN "A" 4715 del 26 de septiembre de 2007.

¹⁶ COMUNICACIÓN "A" 4736 del 22 de noviembre de 2007; COMUNICACIÓN "A" 5050 del 18 de marzo de 2010; COMUNICACIÓN "A" 5078 del 26 de mayo de 2010; COMUNICACIÓN "A" 5100 del 16 de julio de 2010; COMUNICACIÓN "A" 5206 del 17 de junio de 2011.

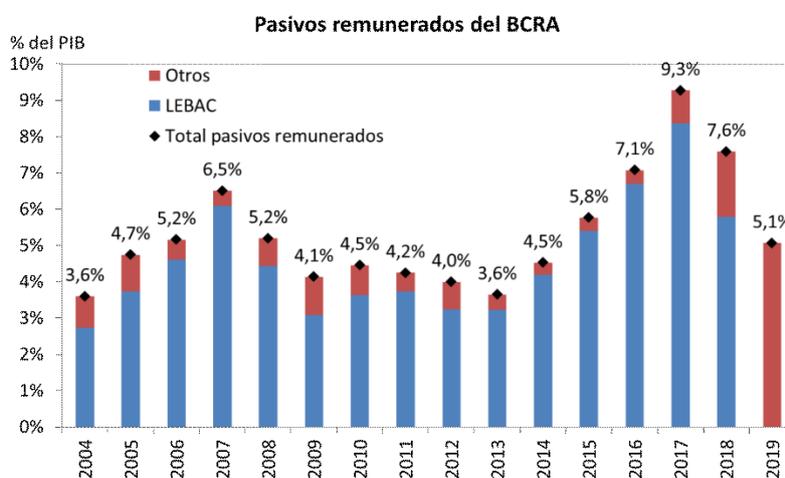
emitidas por el Banco Central explica que, mientras que su *stock* promedio en términos del PIB cayó a la mitad entre 2007 y 2013, registró aumentos entre 2014 y 2015 (ver Gráfico 9). A su vez, en estos dos últimos años se produjo el regreso de las LEBACs en dólares¹⁷, aunque esta vez para fortalecer las reservas internacionales del BCRA. El monto de estas especies no alcanzaría a representar más del 6% del total de LEBAC del período.

Gráfico 8. Factores de explicación de la base monetaria. Años 2008-2015.



Fuente: BCRA.

Gráfico 9. Pasivos remunerados del BCRA en términos del PIB



Nota: Otros incluye Pasos pasivos, LELIQ y NOCOM.

4.4. El período del *Inflation Targeting*. Años 2016-2018.

En la última etapa, desde 2016 hasta 2018, cambió la estrategia de financiamiento del déficit fiscal privilegiando la emisión de deuda en los mercados de deuda internacionales primero, y

¹⁷ COMUNICACIÓN "A" 5527 del 27 de enero de 2014 y COMUNICACIÓN "A" 5711 del 10 de febrero de 2015

acordando con el FMI un préstamo *Stand-by* después. Si bien hasta 2017 se mantuvo el financiamiento directo del Tesoro por parte del BCRA, diversas medidas como la aceptación de los reclamos de los *holdouts* de la deuda en Nueva York y la liberalización del mercado cambiario en diciembre de 2015 bajaron en unos 500 puntos básicos el costo del crédito del Tesoro y permitieron el financiamiento externo, aunque por un período breve en torno a 30 meses. Aun así, el nivel de la tasa de interés al que podía endeudarse el país seguía siendo elevado en comparación con países vecinos como Bolivia, Paraguay o Brasil.

Dado que el mayor endeudamiento externo del sector público (nación y provincias) y de las empresas financió gastos en el país, fue necesario su cambio a moneda doméstica. Para evitar que todo el endeudamiento presionase a la baja sobre el precio del dólar, el BCRA compró en forma directa gran parte de esos fondos al gobierno nacional emitiendo pesos. La esterilización monetaria se realizaría con emisión de LEBAC, cuyo stock creció fuertemente hasta principios de 2018.

En conjunto, el costo directo de financiar el déficit mediante dicha estrategia fue la suma de los intereses pagados por la deuda en dólares del Tesoro y los intereses en pesos de las LEBAC del BCRA emitidas para esterilizar los fondos externos.

A su vez, y dado que hasta 2018 no se reduciría el déficit fiscal, el Banco Central continuó financiando al Tesoro, aunque en menor medida respecto a los años previos. Las LEBAC también se utilizarían para esterilizar esta fuente de expansión de la base monetaria.

Vale destacar también que las LEBAC no sólo fueron utilizadas en este período como instrumento de regulación monetaria, sino que durante 2016 la tasa de interés de la especie de 35 días fue la tasa de política del Banco Central. Luego, ya en el marco del régimen de metas de inflación, sería reemplazada por el centro del corredor de pases a 7 días¹⁸. 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, para mantener las tasas del sistema financiero en torno a la tasa de política monetaria, se utilizaron como principal instrumento de regulación de la liquidez a partir de las operaciones en el mercado secundario¹⁹.

En cuanto a los tenedores de LEBAC en este período, se destaca el creciente involucramiento de agentes no financieros. Si bien desde 2014 el porcentaje de LEBACs en manos de familias y empresas comenzó a crecer, al tiempo que los rendimientos de estas letras superaron al de los depósitos a plazo fijo²⁰, esta dinámica se aceleraría a partir de diciembre de 2015, cuando se estableció una modificación sustantiva a la normativa sobre tenencia y negociación de LEBAC²¹. En la misma se eliminaron las normativas previas y se liberó la tenencia de LEBAC, pudiendo ser suscriptas en pesos por residentes y no residentes y negociadas tanto internamente como en el exterior²². Asimismo, se relanzaron las LEBAC en dólares²³, que si

¹⁸ Ver Informe de Política Monetaria del BCRA de octubre de 2016.

¹⁹ Ver Informes de Política Monetaria del BCRA de los años 2016, 2017 y 2018.

²⁰ 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 "A" 5853).

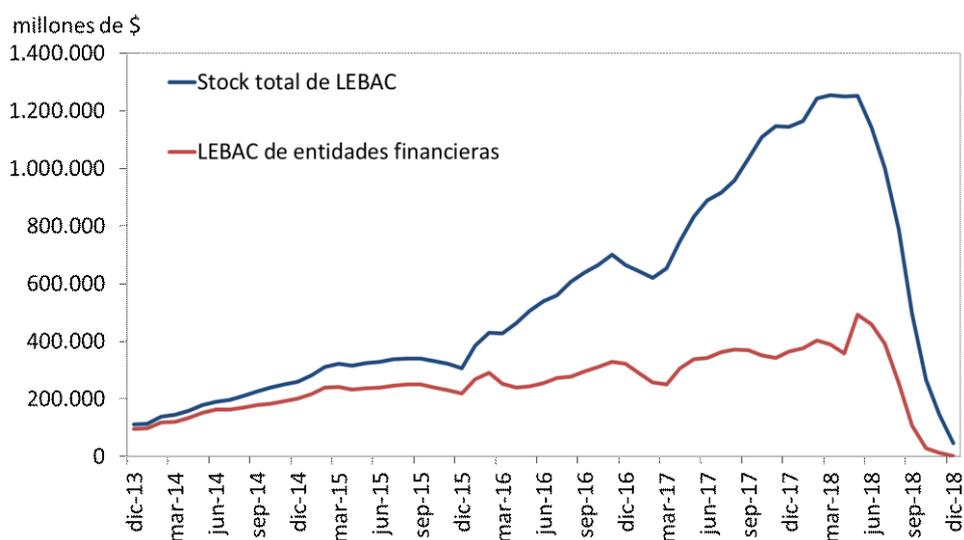
²¹ COMUNICACIÓN "A" 5865 del 28 de diciembre de 2015.

²² Con la COMUNICACIÓN "A" 5974 del 16 de mayo de 2016 volvería la diferenciación entre LEBAC segmento interno y segmento externo.

bien tuvieron un incremento marcado los primeros meses de 2016 y llegaron a representar un 16% del total de LEBAC, se discontinuaron a fines del mismo año. Estas modificaciones marcaron un cambio radical en el uso de las LEBAC, al permitirse su internacionalización e incentivarse normativa e instrumentalmente la participación de agentes externos.

En esta etapa las LEBAC fueron utilizadas por las empresas como herramienta de liquidez, por las familias como instrumento de ahorro y por los no residentes como instrumento para realizar operaciones de *carry-trade* a partir de la desregulación cambiaria y los elevados rendimientos en moneda local. Como resultado, las LEBACs en entidades financieras pasaron de representar el 86% del total en diciembre 2013 a ser sólo el 34% en el mismo mes de 2017 (ver Gráfico 10). En este sentido, se generó un proceso de desintermediación en el que si bien las entidades financieras podían cobrar comisiones por colocar LEBACs a particulares, perdían 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 10. Stock de LEBAC



Fuente: BCRA.

Esta composición del tipo de tenedores de los instrumentos emitidos por el Banco Central tuvo consecuencias en términos monetarios y macroeconómicos. Si una empresa o persona física 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. Por lo tanto, 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.

²³ COMUNICACIÓN “A” 5856 del 17 de diciembre de 2015.

Respecto al rol de los inversores externos en esta etapa de las LEBACs, es difícil estimar la cuantía de los flujos que realizaron operaciones de *carry trade*²⁴ a partir de la liberalización de la cuenta capital. En particular, no es posible determinar cómo fueron cambiando las formas de colocación de fondos de los inversores externos en las LEBACs, por ejemplo, si lo hacían mediante contrapartes locales inicialmente y luego en forma directa. Entre los factores que dificultan la trazabilidad de las operaciones se encuentran la parcial desregulación y el desmantelamiento informativo desde 2016, sumado al secreto bancario.

No obstante, lo que sí se puede estimar son los posibles resultados de dichas operaciones de *carry trade*. Suponiendo un escenario extremo, en el cual un inversor externo hubiera invertido en enero de 2016 un monto equivalente a USD 1.000 millones en LEBACs y reinvertido los intereses, si hubiera cerrado su posición en abril de 2018, lo habría hecho por USD 1.400 millones. Desde el punto de vista del balance del BCRA, esto sería similar a un proceso de “alquiler” de reservas. En enero de 2016 hubiera habido un aumento del activo en dólares por USD 1.000 millones y un aumento del pasivo por el equivalente en pesos al tipo de cambio oficial. En abril de 2018, la no renovación de las LEBACs hubiera producido tanto una caída de las reservas por USD 1.400 millones como del pasivo del BCRA al tipo de cambio del momento.

La mayor participación de empresas, familias y no residentes en el *stock* de LEBAC incrementó sensiblemente el riesgo de renovación de las mismas frente a un cambio en las expectativas, dado su mayor nivel de atomización respecto a las entidades financieras. Vale recordar que esto se veía exacerbado por el hecho de que a partir de febrero de 2017 el Banco Central 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 es cierto que 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 renovación y la incertidumbre del esquema a medida que el *stock* de títulos crecía.

4.5. Crisis cambiaria y eliminación de las LEBACs.

A principios de 2018 el riesgo anteriormente mencionado se materializó, principalmente a través de un 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, luego de dos años en los que Argentina había emitido deuda externa por un total de USD 56.000 millones²⁵, la deuda ubicaba en una trayectoria insostenible, lo que propició un cierre de los mercados internacionales de crédito²⁶ (Al-Amine y Willems (2020)).

²⁴ Estrategia basada en vender dólares e invertir en activos en pesos con la expectativa de realizar una ganancia en dólares a partir de estabilidad cambiaria.

²⁵ Incluso se produjo la emisión de un título a 100 años.

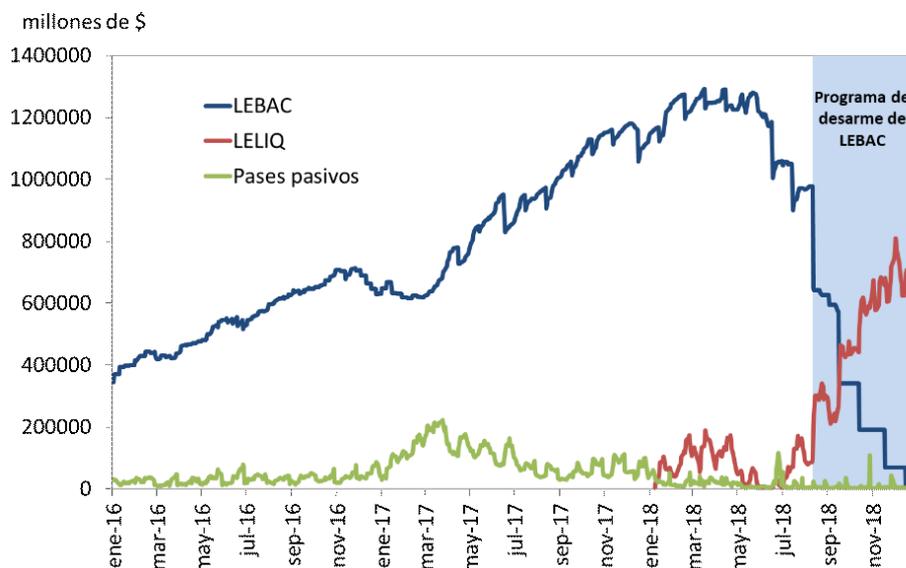
²⁶ En efecto, el riesgo país escaló hasta alcanzar los 814 puntos básicos a fines de 2018, más que duplicándose respecto al año previo (+463 puntos básicos).

Si bien el Banco Central actuó entre marzo y junio vendiendo un total de USD 11.135 millones y llevando la tasa de interés de política monetaria desde 27,25% TNA hasta 40% TNA (un nivel elevado en términos reales, habida cuenta que la inflación de diciembre de 2017 había sido de 24,8% i.a.), el tipo de cambio subió 43% en esos cuatro meses de turbulencia financiera. Como solución a la crisis, en junio de 2018 se firmó con el FMI un acuerdo Stand-By de carácter extraordinario a tres años por \$50.000 millones²⁷, un monto equivalente al 38% de los préstamos del organismo y aproximadamente un 10% del PIB de Argentina.

En el marco de este acuerdo con el FMI se definió un programa por el cual el Tesoro cancelaría anticipadamente el stock de letras intranferibles del BCRA, con el objetivo de reducir el stock de LEBAC.

La persistente presión sobre el tipo de cambio motivó que en septiembre de 2018 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 instrumento²⁸. 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 LEBACs como instrumento de regulación monetaria (ver Gráfico 11).

Gráfico 11. Stock de pasivos remunerados del BCRA entre 2016 y 2018



Podría decirse que la existencia de las LEBACs y su uso en operaciones de *carry trade* evitaron que la crisis cambiaria iniciada en 2018 terminara en una crisis financiera similar a la de 2001.

²⁷ Ver COMUNICADO DE PRENSA NO. 18/245 del Fondo Monetario Internacional.

²⁸ http://www.bcra.gov.ar/Noticias/BCRAlebac_programa_cancelaci%C3%B3n.asp

COMUNICACIÓN "A" 6548 del 13 de agosto de 2018

COMUNICACIÓN "B" 11734 del 13 de agosto de 2018

COMUNICACIÓN "B" 11749 del 14 de septiembre de 2018

COMUNICACIÓN "B" 11764 del 12 de octubre de 2018

COMUNICACIÓN "B" 11779 del 16 de noviembre de 2018

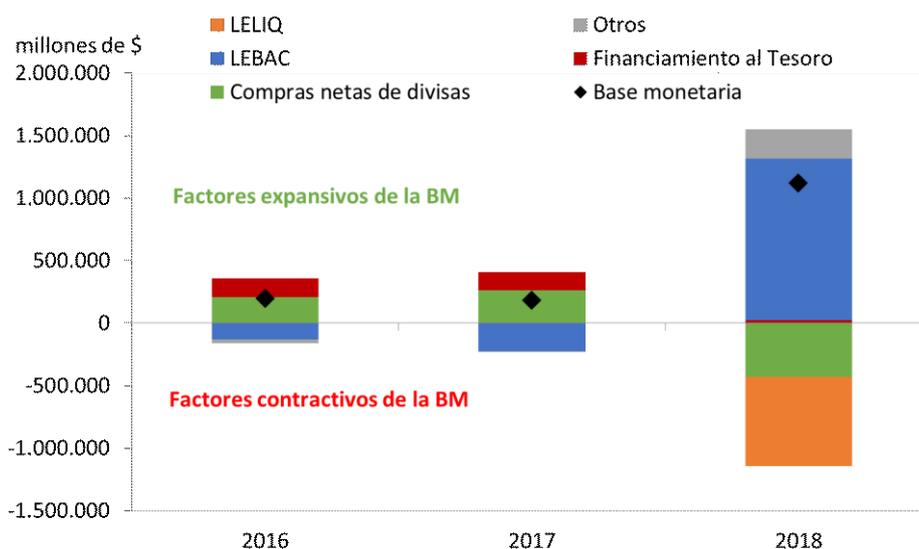
En otras palabras, si el objetivo de tasa real positiva del BCRA hubiera sido canalizado desde la política monetaria hacia los plazos fijos vía la intermediación de los bancos, hubiera sido posible que los fondos del *carry trade* se hubieran posicionado en depósitos remunerados en bancos, produciendo un incremento en sus valuaciones. Ante un evento de cierre de posiciones en pesos el de 2018, hubiera ocurrido una crisis bancaria.

El instrumento elegido para reemplazar las LEBAC serían las Letras de Liquidez del Banco Central (LELIQ)²⁹, que a diferencia de las anteriores tienen un plazo menor al mes y sólo pueden ser suscriptas y negociadas por las entidades financieras, que pasarían a ser los tenedores de la totalidad de los pasivos remunerados del BCRA. Las LELIQ, si bien fueron lanzadas en enero de 2018, tendrían su auge con el programa de cancelación de LEBAC. En 2019 las LELIQ explicarían un 92% del total de pasivos remunerados del BCRA, siendo el 8% restante explicado por los pasivos pasivos.

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 fomentó una mayor tasa de interés real en pesos, una mayor competencia en el sector financiero y una mejor transmisión de la política monetaria hacia el resto de la economía, el acceso de los no residentes únicamente estimuló operaciones de *carry trade*.

Como consecuencia del des anclaje nominal y del desarme de las posiciones en LEBAC, el *stock* de pasivos remunerados del BCRA cerraría 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 las nuevas LELIQ (ver Gráfico 12).

Gráfico 12. Factores de explicación de la base monetaria. Años 2016-2018.



Fuente: BCRA.

²⁹ COMUNICACIÓN "A" 6426 y "B" 11651 del 10 de enero de 2018 y COMUNICACIÓN "A" 6576 del 1 de octubre de 2018.

5. 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.

En Argentina este tipo de instrumentos alcanzó una especial relevancia en el caso de las LEBAC. Y si bien existen otras experiencias de Bancos Centrales que emiten su propio instrumento de deuda, la experiencia de las LEBAC plantea ciertas particularidades.

Por un lado, y en tanto instrumento de regulación monetaria, se utilizó para esterilizar diferentes tipos de expansión monetaria: por compra de reservas ante superávit de cuenta corriente; por financiamiento del déficit fiscal; y finalmente, por compra de dólares provenientes de deuda externa y flujos de capitales de corto plazo.

Por otro lado, fue un título que no sólo se colocó a entidades financieras, sino también al sector privado no financiero y a no residentes.

Asimismo, las LEBAC funcionaron como instrumento central en la administración de la liquidez en el marco del régimen de metas de inflación en el período 2017-2018.

En sus inicios, las LEBACs fueron centrales en la estabilización de la economía luego de la crisis por la salida de la convertibilidad, en un escenario de caos monetario, con varias cuasi monedas y un sistema financiero que había implosionado. Luego, se afianzaron como instrumento central de política monetaria entre 2002 y 2018. La eliminación del stock de LEBAC en diciembre de 2018 explicaría el auge de su sucesora: las LELIQ. Si bien es otro instrumento, a menor plazo y con limitación del tipo de tenedor, forma parte de una misma lógica, en la cual el Banco Central posee autonomía operativa para implementar su política monetaria a partir de un instrumento propio.

6. Referencias

- Al-Amine, R. y Willems, T., (2020) "Investor Sentiment, Sovereign Debt Mispricing, and Economic Outcomes". IMF Working Paper 20/166.
- Banco Central de Chile, (2020) "La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación".
- Banco Central de la República de Perú, Folleto Institucional, 2020.
- Banco Central de la República Argentina. Carta Orgánica.
- Bastourre D., Carrera J. e Ibarlucia J., (2008) "Commodity Prices in Argentina. What does Moves the Wind?", Money Affairs. Volume XXI, Number 1, January-June, 2008, pp. 1-30. ISSN-0187-7615.
- Bastourre, D., Carrera, J. e Ibarlucia, J., (2009) "What is Driving Reserve Accumulation? A Dynamic Panel Data Approach". Review of International Economics. Volume 17, Issue 4 ISSN 0325-3937
- Bastourre D., Carrera J., Ibarlucia J. y Sardi M., (2012) "Dos síntomas y una causa: Flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales". ESTUDIOS BCRA N° 2012/57, octubre de 2012. ISSN 1850-3977
- Gray, S. y Pongsaparn, R., (2015) "Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines". 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., (2019) "What Are Open Market Operations? Monetary Policy Tools, Explained",. Open Vault Blog, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Nyawata, O., (2012) "Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations", IMF Working Paper 12/40.
- Parmigiani, C. y Dapena, J.L., (2005) "El desempeño de las Letras y Notas del Banco Central de la República Argentina. Período 2002-2004".
- Rule, G., (2011) "Issuing central bank securities". Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

7. 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										
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										
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										
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 "A" 4143	21 de mayo de 2004	Operaciones de regulación monetaria. Participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de Lebac y secundarios de compra/venta de Lebac 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.
COMUNICACIÓN "A" 5856	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
COMUNICACIÓN "A" 5865	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.
COMUNICACIÓN "A" 5974	16 de mayo de 2016	Lanzamiento de Letras del BCRA en pesos "Segmento Interno".
COMUNICACIÓN "A" 6296	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.

COMUNICACIÓN "A" 6548	13 de agosto de 2018	Letras del Banco Central de la República Argentina. Limitación.
-----------------------	----------------------	--