

APUNTES SOBRE LA BOMBA DE LEBAC Y SUS HIJAS, LAS LELIQ



Por Iván Carrino

Iván Carrino y Asociados

Director de Iván Carrino y Asociados y Subdirector de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas de ESEADE

Licenciado en Administración (UBA), Máster en Economía (Universidad Rey Juan Carlos de Madrid) y Máster en Economía Aplicada (Universidad del CEMA).

La deuda remunerada de los Bancos Centrales no necesariamente es explosiva.

Argentina termina de atravesar uno de los años más duros de las últimas tres décadas en materia inflacionaria. La tasa de inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor del INDEC, arrojó un impresionante 47,6% a fin del año pasado, lo que la convirtió en la más alta de los últimos 27, al medirse contra índices oficiales y privados.

A estos niveles de aumento en el nivel de precios promedio de la economía se llegó luego de una crisis de balanza de pagos y del abandono – en octubre- de un sistema de “Metas de Inflación”, fallidamente implementado de manera oficial en septiembre de 2016.

Comentario aparte, esto podría ser un récord, ya que en ningún país dicho sistema se adoptó y se dejó de utilizar de manera tan veloz como en la Argentina post 2015.

En la actualidad, el régimen monetario ha cambiado. Al menos hasta junio, el Banco Central se comprometió a un estricto control de agregados monetarios, donde la base monetaria no crecerá (salvo en contadas excepciones) de su promedio mensual de septiembre de 2018.

Esto, a su vez, se complementa con un esquema de zonas de intervención cambiarias, que virtualmente imponen un techo y un piso a la cotización del dólar, buscando moderar las expectativas de inflación y crisis.

Al momento de escribir este artículo, la base monetaria promedio de los últimos 20 días se ubicaba en \$ 1,36 billones. Las reservas del Banco Central, por su parte, ascendían a USD 66.200 millones, lo que arroja una ratio de conversión de \$ 20,6; muy por debajo de la cotización del dólar al día de la fecha.

No obstante este dato, otrora tranquilizador, preocupa en el ambiente la cantidad de deuda remunerada del Banco Central. En concreto, además de la base monetaria, el Banco Central tiene LELIQ (letras de Liquidez) por un valor de \$ 822.000 millones, un monto 1.222% superior al de un año atrás.

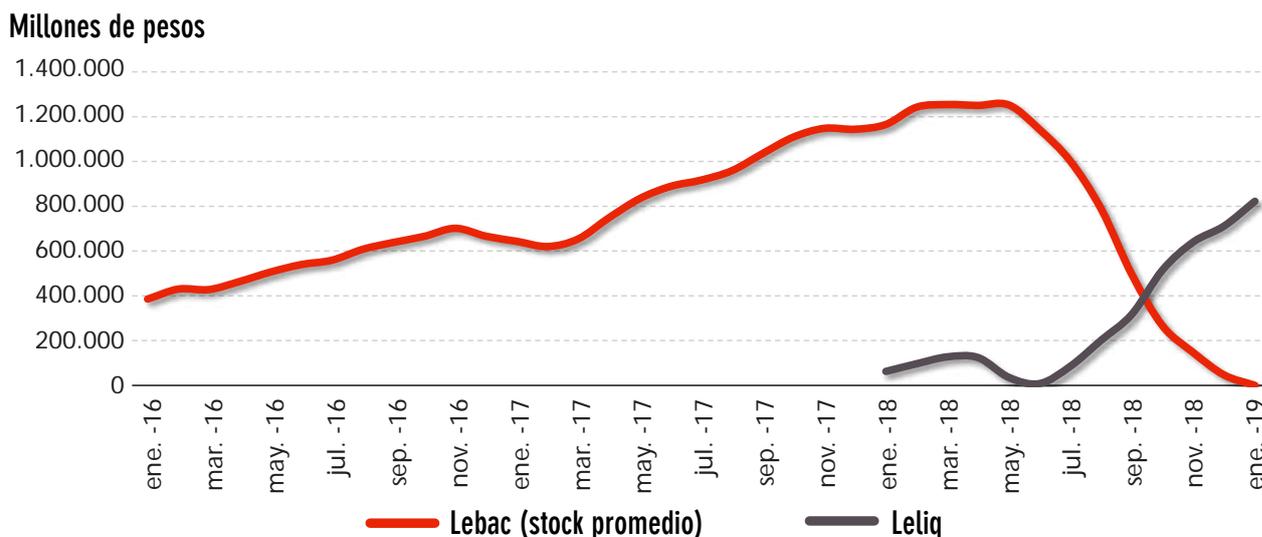
Qué tantas restricciones pueda imponer este pasivo del Central en la estabilización de las variables macro futuras es lo que analizaremos a continuación.

El meteórico salto de las Leliq

Como puede verse en el gráfico número 1, el stock de Letras de corto plazo del Banco Central ha crecido a un ritmo impresionante desde su aparición, en enero de 2018.

Ahora, como también se observa en la imagen, el meteórico crecimiento de estos títulos se ve compensado por la marcada baja en el stock de otro título de deuda del Central, las famosas LEBAC, o Letras del Banco Central.

Gráfico 1. Stock de Leliq y Lebac (2016-2018)



Fuente: Iván Carrino y Asociados en base a BCRA.

¿Qué ocurrió aquí?

En diciembre de 2015, cuando una nueva administración se hizo cargo de los destinos monetarios del país, se encontró con que en Argentina había un exceso en la cantidad de pesos. Dicho exceso era fácil de ver: la inflación a fines de 2015 se aproximaba al 27% anual y había promediado un 28,7% durante los 10 años previos.

Por otro lado, el ritmo de crecimiento de la base monetaria era superior al 40%.

Con este escenario, lo que cualquier Banco Central del mundo comenzaría a hacer es adoptar una política monetaria contractiva. En otros países esto se lleva a cabo mediante Operaciones de Mercado Abierto, en donde el Banco Central le vende a los bancos comerciales títulos de la deuda pública, de manera de quitarles liquidez.

Obviamente, esto se hace a cambio de una mayor suba de la tasa. Dado que ahora el Banco Central está vendiendo títulos, el precio de los títulos baja, y su rendimiento se mueve al alza.

La misma operatoria se llevó a cabo en el país a partir de diciembre de 2015. Sin embargo, a falta de títulos de tesorería suficientemente líquidos para realizar estas operaciones, se acudió a las Lebac, un título propio del Banco Central.

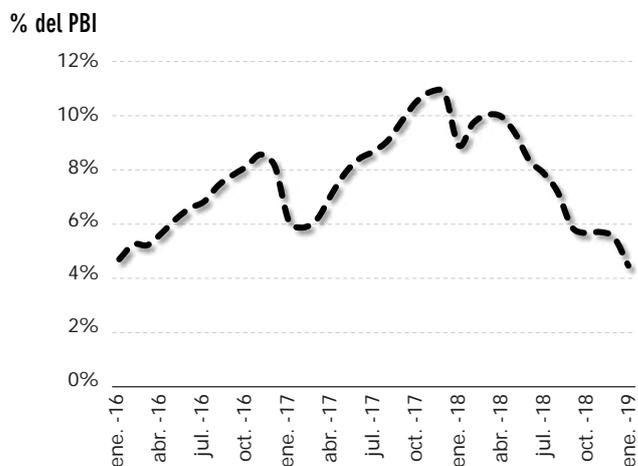
Cabe aclarar que esta operatoria (la de regular la liquidez con deuda remunerada del Banco Central) no es algo inusual en los países de la región.

Polémica

En el gráfico 2 podemos observar cómo el monto de deuda remunerada del BCRA (se consideran solo Lebac + Leliq) fue evolucionando en relación con el Producto Bruto Interno de Argentina

A principios de 2016, el pasivo remunerado del Central se ubicaba en el 4,7% del PBI. Para noviembre del mismo año, la ratio había avanzado hasta el 8,6%, alcanzando un pico, al año siguiente, de 10,9% del Producto Bruto.

Gráfico 2. Deuda remunerada del BCRA en relación con el PBI.



Fuente: Iván Carrino y Asociados en base a BCRA.

El elevado ritmo de endeudamiento de la autoridad monetaria despertó numerosas críticas de parte de muchos analistas.

El principal miedo residía en que la situación podría volverse insostenible, generando un salto de la inflación y del dólar. Este escenario efectivamente sucedió, pero es necesario analizar más detenidamente la relación causa-efecto antes de saltar a conclusiones apresuradas.

El argumento más fuerte contra las Lebac era una actualización de lo que planteaba Thomas Sargent en su famoso paper de 1981. En su momento, el teórico de las expectativas racionales publicó junto con Neil Wallace un trabajo donde explicaba que, en un régimen caracterizado por la dominancia fiscal, una política monetaria dura para bajar la inflación solo lo conseguiría a costa de mayor inflación en el futuro.

Esto es así porque, en un sistema donde el Banco Central fijara la tasa de expansión monetaria, el déficit del gobierno solo podría ser financiado en parte con los pesos emitidos por él, teniendo el resto que financiarse en el mercado de bonos. Ahora bien, llegado el punto en que el mercado de bonos se saturase, entonces el Banco Central deberá financiar ese déficit con “señoreaje, requiriendo la creación de dinero adicional. Más tarde o más temprano, en una economía monetaria, el resultado es inflación adicional”.

Sargent enfatizaba su punto al considerar que, si la demanda de dinero dependía de la tasa esperada de inflación, entonces podría darse el caso de que la autoridad monetaria ni siquiera pudiera bajar la inflación en el corto plazo.

Es que los agentes racionales, esperando una mayor expansión en el futuro, reducirían hoy su demanda de dinero, haciendo que la “dureza monetaria” tuviera poco efecto sobre la inflación presente.

Llevando este punto a la dinámica de las Lebac, podía argumentarse que estos títulos financiaban indirectamente el déficit fiscal (el BCRA emitía para comprar adelantos transitorios que luego debía absorber con Lebac) y que esa situación llegaría a un nivel de saturación, donde nadie más querría tener Lebac. En dicho momento, el BCRA no tendría otra alternativa que cancelarlas emitiendo pesos y desatando un salto del nivel de inflación.

Crisis cambiaria y el reemplazo por las Leliq

En su momento, hasta el propio presidente del Banco Central reconoció que los vencimientos de su deuda remunerada generaban un “riesgo del rollover”¹. Sin embargo, ninguna licitación demostró ser un fracaso. A las tasas exigidas, la autoridad monetaria siempre pudo renovar los vencimientos.

A pesar de ello, Argentina atravesó una crisis. Comenzando en diciembre de 2017, pero agravándose en abril, los mercados comenzaron a dudar del programa económico del gobierno y empezaron a deshacerse de todo tipo de título con subyacente argentino. Los inversores vendieron acciones (Argentina fue el peor mercado del mundo en acciones en 2018), vendieron bonos públicos, vendieron moneda local y, obviamente, también buscaron deshacerse de las Lebac.

En este escenario, el gobierno acudió al Fondo Monetario Internacional para pedir asistencia, algo que consiguió a cambio del pedido de un más acelerado ajuste fiscal y un cambio en términos de lo que estaba sucediendo con el pasivo del Banco Central.

Es que, para ese entonces, la mirada de consenso era que no había sido inteligente la acumulación de dicha deuda, pero no por lo que muchos venían viendo, sino porque estos títulos podían ser comprados por casi cualquier inversor.

O sea, finalmente, el gobierno compró solo parte del argumento “anti-Lebac”, que eran un problema, pero que dicho problema se resolvería si solo se limitara la tenencia de estos títulos a instituciones bancarias reguladas por la autoridad de control.

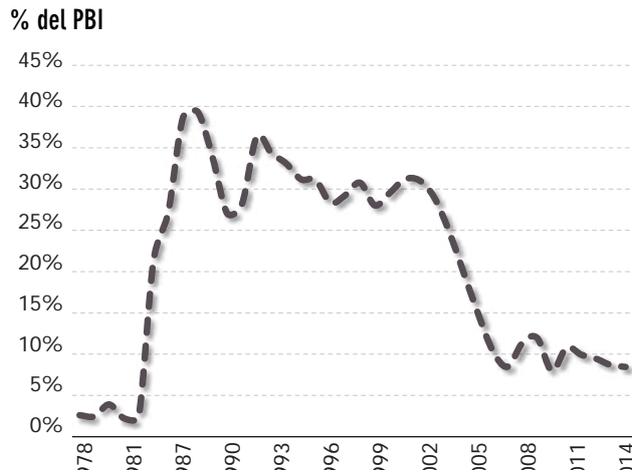
Es así como nacieron las Leliq, un título muy similar a las Lebac, aunque de menor duración, y con la característica de que solamente pueden ser adquiridas por entidades bancarias reguladas por el Central.

Ahora con semejante crecimiento en términos de su stock, los mismos temores que había con las Lebac están surgiendo respecto de las Leliq.

Y aquí las aguas se dividen claramente: están quienes pronostican, sin vacilar, un estallido producto de

¹ Riesgo de no poder renovar deuda mediante la toma de vencimientos posteriores.

Gráfico 3. Documentos del BCCh en términos del PBI.



Fuente: Iván Carrino y Asociados en base a BCRA.

esta nueva estrategia, y están quienes no temen que eso suceda, porque ahora las Letras ya no están en las manos temerosas del inversor minorista, sino en la de los experimentados bancos comerciales.

Desde nuestro punto de vista, ninguna de las anteriores apreciaciones es correcta. Es que para quienes nunca vimos un problema intrínseco en el endeudamiento del Central, ni las Lebac ni las Leliq representan un problema en sí mismos.

En el pasado, el vecino país Chile, a quien no se puede acusar de populismo macroeconómico o políticas económicas fallidas en los últimos 30 años, llegó a tener y sostener por muchos años, niveles de endeudamiento de su Banco Central que arañaron el 40% de su PBI.

En Chile, el endeudamiento del Banco Central, que se catapultó a fines de los '70 y recién empezó a declinar en términos de su PBI a comienzos de los años 2000, no significó un problema para su economía, que en paralelo con esto ingresó en un período de exitosa desinflación con crecimiento económico.

Conclusión

La deuda del Banco Central, como toda deuda, representa un riesgo para cualquier economía. Sin embargo, como en cualquier empresa o familia, deuda no es lo mismo que bancarrota.

Hoy en día las Leliq, que llegaron a pagar tasas de interés de 74% anual, pero hacia fines de enero ya pagaban 57%, están renovándose a tasas decrecientes, lo que refleja cierto aumento de la confianza y la demanda de dinero en la economía nacional.

Si este sendero pudiera mantenerse en el futuro, entonces el endeudamiento del Central sería sostenible y, por su efecto en términos de mantener sin cambios la base monetaria, estaría contribuyendo a la tan necesaria desinflación de la economía argentina.

Obviamente, este proceso debe apuntalarse con un orden fiscal que logre bajar el riesgo país. Si eso ocurriera, crecería el ahorro y con ello la demanda por Plazos Fijos. En este escenario, los bancos comerciales podrían pagar menor tasa nominal a los ahorristas, exigiendo aún menores tasas al Central por sus títulos.

Finalmente, en un horizonte de dos a tres años, podríamos ver una mayor monetización de la economía, menos inflación y un stock de pasivos remunerados relativamente constante o decreciente en términos del PBI.

El escenario adverso es una posibilidad. Pero no es el único desenlace posible, ni depende exclusivamente de la política monetaria.