

**EL DESEMPEÑO DE LAS LETRAS Y NOTAS DEL BANCO CENTRAL DE LA
REPÚBLICA ARGENTINA**

PERÍODO 2002-2004

Claudia Parmigiani*
cparmigiani@bcra.gov.ar
Banco Central de la República Argentina

Juan Lucas Dapena*
jdapena@bcra.gov.ar
Banco Central de la República Argentina

Marzo de 2005

Resumen

El presente trabajo aborda el desempeño de las letras y notas del Banco Central de la República Argentina a lo largo del período 2002-2004. Se analiza el comportamiento de estos instrumentos como herramientas de política monetaria, presentando también aquellos hechos que tuvieron incidencia en la evolución de estos títulos. Se plantean los objetivos perseguidos y finalmente se concluye que los mismo fueron cumplidos para el período analizado.

* El presente trabajo refleja un análisis y estudio realizado por los autores y no una posición formal del BCRA al respecto.

1. Breve reseña de la crisis económica-financiera que afectó a la Argentina

La evolución de la economía argentina durante la segunda mitad de los años noventa, estuvo signada por la ocurrencia de shocks externos adversos que no pudieron ser resueltos por la aplicación de las políticas domésticas.

Al continuo descenso de la actividad económica y consiguiente resultado negativo de las cuentas fiscales, se sumó desde el 2000 una creciente inestabilidad política, profundizando aún más el contexto general de incertidumbre para la toma de decisiones.

El sistema financiero no resultó ajeno a esta crisis. Dos factores contribuyeron al deterioro de la solvencia del sector. Por un lado, una prolongada recesión junto a una fuerte dolarización financiera por ausencia de un prestamista de última instancia que permitiera evitar el riesgo de un descalce de monedas ante expectativas de un colapso de la convertibilidad. Por el otro lado, la disminución de la capacidad del sector público para afrontar los servicios de su deuda, en un contexto donde la banca tenía una fuerte exposición a la misma.

A comienzos de 2001, y frente a un estado de desconfianza generalizado, se produce un cambio brusco en la composición de los portafolios domésticos de los ahorristas, observándose en consecuencia una caída del valor de los bonos de la deuda pública así como una reducción de los depósitos bancarios.

Esa tendencia desfavorable continuó a lo largo del año, y en diciembre de 2001, como consecuencia de la masiva y creciente salida de fondos, que impactaba en la liquidez del sistema, el gobierno estableció una serie de restricciones al retiro de efectivo de las cuentas de depósito de los bancos ("corralito") así como controles a los movimientos de capitales con el fin de evitar el quiebre del sistema financiero.

El primer trimestre del año 2002 se caracterizó por un marcado nivel de inestabilidad económica y financiera, como consecuencia de los fuertes cambios institucionales que se sucedieron: se declaró el default de la deuda pública con el posterior abandono de la convertibilidad. Luego de una breve experiencia con un sistema cambiario dual (tipo de cambio oficial y libre), el gobierno decidió implementar un régimen de flotación cambiaria.

Estas medidas generaron mayor incertidumbre, lo que potenció aún más la huída de los activos domésticos y la caída de la actividad económica. La presión sobre el mercado cambiario llevó a que el tipo de cambio nominal se depreciara significativamente, cotizando a 2,9 pesos por dólar a fin de marzo[†].

La economía pasó de una deflación de precios a una tasa positiva de inflación, que se aceleró en respuesta a esa evolución del tipo de cambio. Durante el primer trimestre de 2002, la actividad económica medida por el PBI registró la mayor contracción interanual desde el inicio de la recesión, la que fue acompañada por una caída de los ingresos tributarios.

En este sentido, y como consecuencia del abandono formal del régimen de convertibilidad (Ley 25.561), el BCRA recuperó la posibilidad de instrumentar una política monetaria activa.

Con el propósito de controlar la oferta monetaria en un contexto de fuerte expansión debido a la necesidad de asistencia financiera de las entidades, se comenzaron a licitar el 13 de marzo de 2002[‡], Letras del Banco Central (LEBAC). La utilización de este instrumento se complementó con una política de intervención en el mercado cambiario que evitaba el impacto sobre el tipo de cambio mediante la venta de reservas internacionales. Asimismo, se reforzaron los controles a los movimientos de capitales[§].

Durante el segundo trimestre de 2002, el accionar del Banco Central de la República Argentina (BCRA) fue decisivo para apuntalar cierto grado de estabilidad financiera.

No obstante las medidas adoptadas, el tipo de cambio nominal continuó su tendencia alcista, alcanzando los 3,6 pesos por dólar en junio^{**}, en tanto que la inflación medida por el IPC, aumentó casi el doble que en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, se registró un

[†] Fuente: www.bloomberg.net

[‡] Mediante Comunicación "B" 7155 del BCRA fechada el 12 de marzo de 2002 se llama a la primer licitación de letras Lebac del BCRA

[§] Mediante Comunicación "A" 3537 del BCRA fechada el 1 de marzo de 2002 se estableció el requisito de autorización previa del BCRA para la cancelación de los servicios de deudas con el exterior de carácter financiero.

^{**} Idem nota 1

fuerte aumento en las tasas de interés y la tasa nominal anual implícita en las LEBAC en pesos a un plazo de 14 días llegó a 107,1%^{††}.

En el plano fiscal, se impusieron retenciones a las exportaciones lo que permitió desacelerar la caída de la recaudación tributaria en términos nominales. Al igual que en el primer trimestre, el déficit del sector público fue financiado con adelantos y redistribución de utilidades del BCRA y con emisión de LECOP (Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales).

Recién a partir del segundo semestre de 2002 comenzó a observarse una notoria normalización de las variables financieras y el inicio de la recuperación del nivel de actividad económica.

Durante esta etapa, la política de intervención del BCRA en el mercado cambiario así como el control de cambios, junto al mayor desarrollo del mercado de LEBAC, contribuyeron a estabilizar el tipo de cambio y a incrementar el nivel de las reservas internacionales. La inflación comenzó a desacelerarse y la tasa de interés, tanto la nominal como la real, mostró tendencia a la baja. La recuperación de la confianza también se vio reflejada en un lento pero continuo aumento de los depósitos del sector privado y en una apreciación del peso en términos reales.

Los resultados obtenidos en materia de política monetaria y cambiaria repercutieron favorablemente sobre la economía real. Se desaceleró la salida de capitales. El PBI volvió a crecer. El consumo y la inversión impulsaron la mejora del nivel de actividad. Y se profundizó la recuperación de las finanzas públicas, lo que permitió destinar parte de los ingresos para atender un mayor gasto social.

^{††} En la licitación correspondiente al 02-05-2002

2. Evolución de los mercados durante 2002. Año de aparición de las Letras Lebac.

La declaración de la cesación de pagos de la deuda pública y las restricciones impuestas al movimiento de capitales a fines de diciembre de 2001, condicionaron fuertemente la evolución del mercado de capitales argentino. Las sucesivas postergaciones del cierre de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), así como la falta de definiciones en materia de renegociación de la deuda frenó la reactivación de la operatoria del mercado de títulos públicos.

En ese mismo mes, las restricciones al retiro de efectivo, los controles de capitales así como la incertidumbre acerca del futuro de la convertibilidad y de la capacidad de pago de la deuda externa, incentivaron a los inversores a refugiarse en la Bolsa como cobertura frente a una posible devaluación e inflación esperadas. A partir de 2002, el mercado de capitales argentino mostró el aislamiento y las debilidades de un mercado impactado por el incumplimiento de los pagos de la deuda tanto del sector público como del privado.

En febrero de 2002, a la par que el peso se devaluaba fuertemente, el índice Merval que considera el valor de mercado de una cartera de acciones líderes, comenzó una etapa de alta volatilidad que se extendió hasta mediados del mes de junio en que alcanzó el mínimo nivel del año (268 puntos)^{††}, para finalizar, el segundo semestre del año en 525 puntos. En un contexto de mayor estabilidad del tipo de cambio, los precios de las acciones incorporaron las señales positivas derivadas de la incipiente recuperación de algunos sectores de la economía real, especialmente los vinculados a la producción de bienes transables.

Durante este mismo mes, la deuda pública existente bajo ley argentina fue pesificada^{§§} y se emitieron Bonos del Estado Nacional (BODEN) que fueron entregados en canje a los tenedores de depósitos reprogramados y en compensación a los bancos por la pesificación asimétrica de sus activos y pasivos.

La cotización de los títulos de la deuda pública en default mostró un sostenido deterioro durante el primer semestre de 2002, presentando un comportamiento más estable en el segundo semestre del año. En tanto que, los BODEN presentaron desde el inicio de su

^{††} Fuente: www.bolsar.com

^{§§} Decreto N° 214 del 3 de febrero de 2002.

comercialización (octubre 2002) una disminución progresiva de la volatilidad en sus cotizaciones.

Los montos transados de títulos públicos mostraron una recomposición parcial hacia fines del tercer trimestre de 2002. Cabe señalar que a lo largo del año se establecieron incentivos a la compra y venta de títulos públicos en default. Entre los posibles usos alternativos para estos valores se encontraba la aplicación de los mismos a la cancelación de deudas impositivas con el Estado Nacional.

Es importante señalar que la evolución del mercado de capitales argentino estuvo ligada a la evolución del tipo de cambio. En un contexto de alta incertidumbre, donde el dólar sirvió de refugio a los ahorristas, la fuerte devaluación del peso que se registró durante el primer semestre del 2002, a pesar de la intervención del Banco Central en el mercado cambiario, se tradujo en elevados rendimientos implícitos para los tenedores de esa divisa, repercutiendo sobre la evolución de otras alternativas de inversión.

Durante el segundo semestre de ese año, esta tendencia se revirtió, a partir de la presencia en el mercado del Banco Central como demandante de dólares, al tiempo que el peso comenzaba a apreciarse gradualmente. Asimismo, los mercados de futuros confirmaron esta última tendencia evidenciada en los mercados de contado, a través de una caída en los rendimientos de los contratos a futuro sobre el peso como consecuencia de la percepción de un menor riesgo cambiario.

3. Las Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC)

3.1 Año 2002

Desde marzo de 2002, el Banco Central, dentro de sus acciones de política monetaria, y como una de las principales herramientas, ofrece al mercado mediante licitaciones públicas Letras (LEBAC) en pesos y en dólares^{***}, y a partir de mediados de ese mismo año, letras en pesos ajustables por CER (coeficiente de estabilización monetaria).

^{***} Si bien se denominan en dólares, estas letras son en pesos ajustables de acuerdo a la variación del tipo de cambio de referencia del dólar que publica el BCRA.

Estas subastas se realizan a través de un sistema electrónico, en dos tramos, el segmento competitivo y el no competitivo. Para el primero se definió un cupo del 70% y para el segundo del 30%. En el tramo competitivo se define el precio de corte, que también es de aplicación al segundo tramo. El sistema de adjudicación es el holandés (precio único)^{†††}.

La aparición de estos títulos se produce en un momento en el cual no se podía utilizar títulos del Gobierno para regular la oferta monetaria. Esto como consecuencia de que los mismos se encontraban en default.

Inicialmente no se podía utilizar fondos que se encontrasen transitoriamente restringidos o reprogramados en el marco de lo dispuesto por el Decreto del Poder Ejecutivo Nacional Nº 1570/2001 y complementarias. Tampoco podían participar en estas licitaciones aquellas entidades que se encontrasen asistidas en los términos del artículo 17 de la Carta Orgánica del BCRA. En el primer caso debido a que esta herramienta de política monetaria apuntaba básicamente a absorber fondos líquidos del mercado. Dicha prohibición se mantuvo hasta la eliminación de las restricciones a la utilización de estos fondos. En el segundo caso se debía a que si las entidades le debían dinero al BCRA como consecuencia de asistencias, no era posible “prestarle” fondos bajo la forma de Letras y posteriormente Notas.

Si bien al principio, la colocación de estas letras estuvo acotada por un contexto de fuerte depreciación del peso e inflación creciente, la posterior recomposición de las variables monetarias permitió que durante el segundo semestre del 2002 las LEBAC se afianzaran 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 sea tenida en cuenta por el mercado local como tasa de referencia, contribuyendo de esta forma a reducir la incertidumbre en los mercados^{†††}.

Durante los primeros meses del año 2002, las colocaciones en dólares avanzaron por sobre las de pesos. Al finalizar el mes de junio de 2002, los montos ofertados por las especies en dólares representaban el 65% de la demanda. A esa fecha, el 64% del stock de LEBAC estaba emitido en dólares.

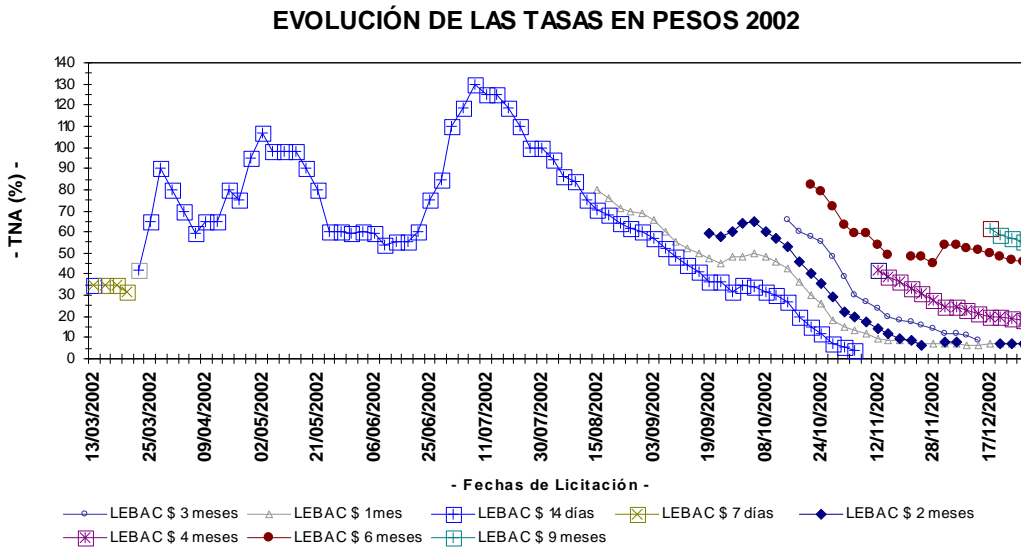
^{†††} La comunicación “B” 7621 establece el marco normativo para las subastas de Letras del BCRA.

^{††††} Es interesante destacar la importancia de estas tasas como referencia para el mercado ya que se trataba de operaciones en firme realizadas a distintos plazos.

En esos meses, la demanda de LEBAC en pesos disminuyó, al igual que los montos colocados. No se podía extender el plazo promedio de colocación mas allá de las dos semanas, a pesar de que los rendimientos habían mostrado importantes oscilaciones, alcanzando picos entre 90% y 107% nominal anual^{§§§}.

A partir de julio de ese año, el Banco Central comenzó a intervenir en el mercado cambiario como comprador neto de divisas, por lo que debió incrementar sus esfuerzos de esterilización monetaria. En ese mes, la tasa de corte de las letras emitidas en pesos registró un nuevo máximo del 129% anual^{****}, en tanto que los rendimientos de las letras en dólares venían registrando fuertes bajas. Las tasas de corte de las letras en dólares se redujeron desde el 40% anual pagado durante los meses de abril y mayo de ese año, a un 1% anual registrado en julio.

Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

La mayor estabilidad del tipo de cambio y las menores expectativas de inflación, sumadas a los atractivos, aunque decrecientes, rendimientos de las letras en pesos, permitieron

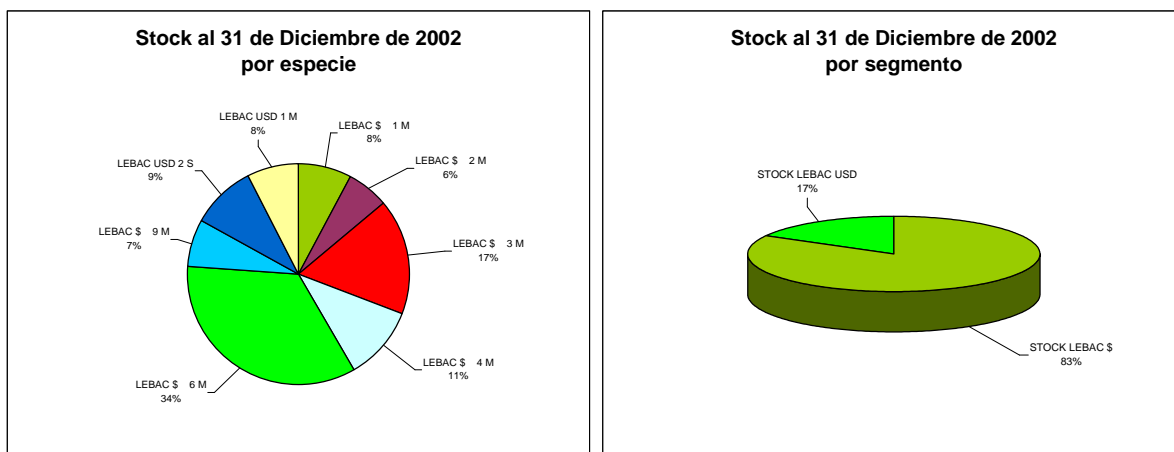
§§§ Para las licitaciones realizadas entre el 26 de marzo y el 16 de mayo de 2002

**** El 08 de julio de 2002

durante el segundo semestre del 2002, la gradual recomposición del interés del público inversor en los activos domésticos. El interés de los particulares en participar de esta operatoria es un punto a tener en cuenta en la experiencia de ese año. Esto se debió básicamente a que la rentabilidad de las letras era sumamente interesante y al hecho de que fuera el Banco Central la contraparte de la operación, mas allá de que eran las instituciones financieras las que tomaban las órdenes de los particulares para adquirir Letras del BCRA. Hay que recordar que prácticamente durante todo el 2002 existió una profunda falta de confianza en el sector financiero.

Este cambio de tendencia se puso de manifiesto en la composición del stock de LEBAC a través de un incremento de la participación relativa de las colocaciones en pesos. Tanto los montos ofertados como los adjudicados en pesos fueron aumentando de manera continua, mientras que las tasas en pesos tendían a la baja y los plazos de colocación se alargaban. En cambio, el stock de LEBAC en dólares se mantuvo estable, al mismo tiempo que las tasas en dólares bajaban y el tipo de cambio se mantenía en un rango de 3,60 - 3,70 pesos por dólar. En ese contexto, las letras en dólares solo permitían a sus tenedores cubrirse del riesgo cambiario.

Gráfico 2



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

Las primeras letras en pesos fueron emitidas a un plazo de siete días^{††††}. A partir del 22 de marzo de 2002 comenzaron a colocarse a un plazo de dos semanas^{†††††},

†††† Ver nota 2

††††† Mediante Comunicación "B" 7171 del BCRA del 21 de marzo de 2002.

manteniéndose como la única opción hasta mediados de agosto, en que se lanzaron a un mes de plazo^{§§§§}. A partir de septiembre se fueron incorporando otros plazos (2, 3, 6, 4 y 9 meses) que contaron con una buena recepción en el mercado, en un contexto menos volátil que permitía a los inversores alargar el horizonte temporal de sus colocaciones. El alargamiento de los plazos de colocación de las letras permitió dotar al mercado de tasas de referencia para operaciones a más largo plazo. Además era necesario alargar y diversificar los plazos de vencimiento de los títulos de manera tal de disminuir el riesgo de roll-over de la deuda. Esto permitió que la vida promedio del stock en circulación de letras en pesos pasase de 9 días a fines de junio hasta 103 días a fin de diciembre de 2002, siendo menor el esfuerzo para refinanciar los rescates.

La estrategia seguida por el Banco Central tendió exitosamente hacia la gradual extensión del plazo promedio de la cartera de LEBAC en circulación y hacia una evolución descendente de las tasas de corte aceptadas, procurando de esta manera reducir el riesgo de renovación (roll-over) de los vencimientos y la volatilidad de las tasas del mercado.

A fin de diciembre de 2002, el stock agregado presentaba una tendencia creciente que alcanzaba un VN de \$ 3.671 millones contra \$ 1.316 millones a fines de junio. De ese total, \$ 3.049 millones correspondían a títulos emitidos en pesos (83%), en tanto que las emisiones en dólares ascendían a 185 millones equivalentes a \$ 622 millones (17%). Asimismo, el progresivo descenso de las tasas de corte en las licitaciones, se tradujo en una reducción del costo promedio de la cartera de letras en pesos, que ascendió a 38,4% anual a fin de diciembre con respecto al 67,5% anual de fines de junio de 2002.

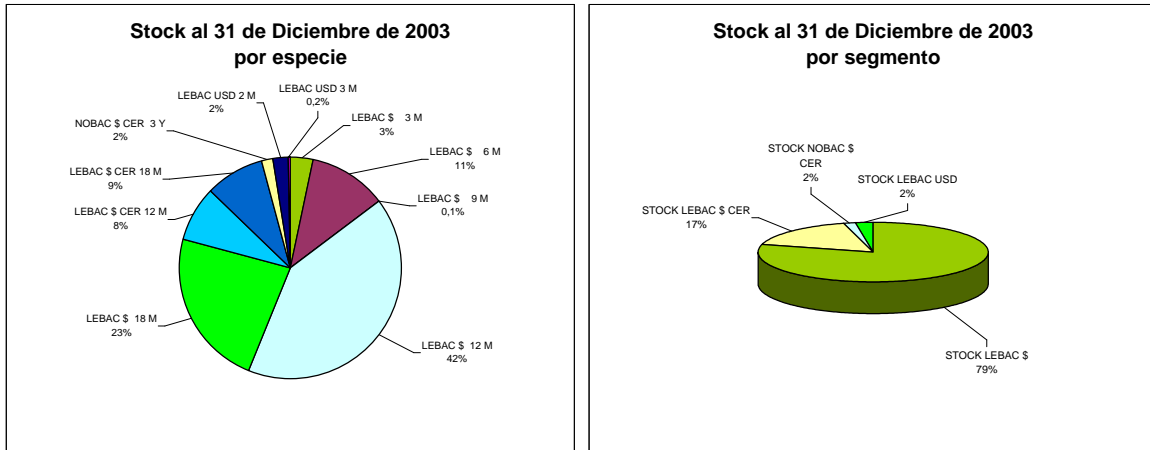
Las tasas de call y de plazo fijo mostraron similar evolución, reflejando el éxito de la tasa de corte de las LEBAC como una de las principales tasas de referencia de la economía local en un contexto de escasas oportunidades de inversión.

3.2 Año 2003

La diversidad de la oferta de letras a lo largo del año 2003, tanto a nivel de monedas como de plazos, contribuyó a definir la evolución de este instrumento de política monetaria.

^{§§§§} Se licita la primera Lebac a 28 días el 15 de agosto de 2002 mediante comunicación "B" 7433 del BCRA.

Gráfico 3



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

Las perspectivas de una menor tasa de inflación, la elevada liquidez del sistema financiero, así como la estabilidad del mercado cambiario y la escasez de instrumentos alternativos de inversión, permitieron cerrar el año 2003 con una baja en las tasas de corte para todos los plazos de colocación de estos instrumentos.

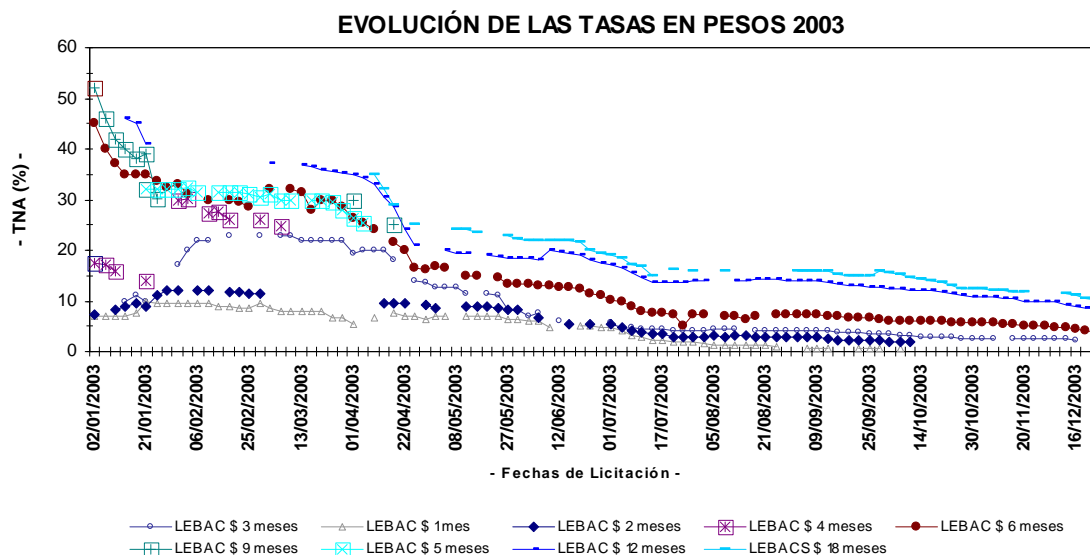
La preferencia de los inversores por los diferentes plazos y especies fue variando de acuerdo a los distintos acontecimientos que se produjeron a lo largo del año. Las elecciones presidenciales sumaron incertidumbre a la situación político-económica del país y esto se vio reflejado en las tasas de corto plazo solicitadas.

Hacia fines del primer semestre de 2003, se observó una mayor demanda de las letras de largo plazo debido a la caída de las tasas de corto plazo. Luego, la baja de encajes dispuesta por el Banco Central para satisfacer las necesidades estacionales de mayor liquidez del sistema financiero durante julio, así como facilitar el otorgamiento de nuevas líneas de créditos, se tradujo en una mayor demanda de letras de corto plazo por parte de las entidades con el fin de mejorar la rentabilidad de esos fondos. Esto permitió recortar aún mas las tasas de interés de muy corto plazo.

A fin de junio de 2003, el stock agregado continuaba con una tendencia creciente que alcanzaba un VN de \$ 6.528 millones. De ese total, \$ 5.447 millones correspondían a títulos emitidos en pesos (84%), \$ 729 millones en pesos ajustables por CER (11%) y las emisiones en dólares ascendían a 125 millones equivalentes a \$ 352 millones (5%). Aquí

se evidencia la disminución de la participación de las letras nominadas en dólares, tanto en términos relativos como absolutos. Asimismo, al continuar la tendencia a la baja de las tasas de corte de las licitaciones, el costo promedio de la cartera de letras en pesos se ubicó en 22,7%. En cuanto a la duración de la cartera, a fines de junio era de 223 días.

Gráfico 4



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

En septiembre de 2003, mientras los inversores observaban la evolución de la negociación con el FMI, el grueso de las presentaciones se concentró en el corto plazo, optando por resignar rentabilidad para ganar liquidez. Una vez alcanzado el acuerdo con el FMI, comenzaron a volcarse nuevamente al largo plazo. La baja de encajes dispuesta para noviembre así como la extensión del plazo mínimo para los depósitos a plazo fijo de 7 a 30 días sumado a las nuevas estimaciones de inflación para el 2004, determinó que se tornaran más atractivos los rendimientos de las letras largas. Esto permitió continuar reduciendo las tasas de corte en ese segmento, a la vez que se incrementaba la participación de esas letras en el stock.

Durante 2003, se continuó con la política de extensión de los plazos de emisión de las letras. La situación macroeconómica hizo posible que instrumentos de mayor plazo tuvieran acogida en el mercado. Las primeras letras a un año de plazo en pesos y en pesos ajustables por CER se colocaron en enero^{*****}, y en abril las de un año y medio^{††††}.

***** El 14 de enero de 2003 mediante comunicación "B" 7676.

Al emitirse letras a un mismo plazo en pesos y en pesos ajustables por el CER (un año y luego un año y medio), se le otorga a los inversores y al mercado en general, además de un nuevo instrumento de inversión, la posibilidad de monitorear las expectativas de inflación imperantes en el mercado. Esto se puede estimar mediante el cálculo del spread existente entre las letras nominales y las letras ajustables por CER. En diciembre, frente al interés despertado por las especies de largo plazo, se incorporaron como instrumentos de política monetaria las Notas del BCRA^{††††} (NOBAC), que a diferencia de las LEBAC pagan un cupón semestralmente y vencen a mediano plazo (3 años). También, a partir de diciembre se modificó la frecuencia de licitaciones, pasándose de dos semanales a una única subasta semanal.

El stock total creció desde un VN de \$ 3.670,6 millones a fin de diciembre de 2002, hasta los \$ 10.265,3 millones a fin de diciembre de 2003, reflejando un incremento de VN\$ 6.594,7 millones. La composición del stock mostró un aumento de la participación de las letras (16,7%) y notas (1,7%) en pesos ajustables por CER, y una caída de las especies emitidas en pesos (-4,0%) y en dólares (-14,5%).

El costo medio de la cartera a diciembre de 2003 fue del 13,2% anual, mostrando una baja de 25,2 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2002 (38,4 % anual). En tanto que, la duración de la cartera se incrementó en 147 días, desde 103 días al inicio de enero de 2003 hasta los 251 días a fin de diciembre del mismo año.

A partir de enero de 2003 se aplicó una política de consolidación de vencimientos, aprovechando las emisiones existentes, de manera de fomentar el desarrollo del mercado secundario, apuntando a lograr pocas emisiones con mucho volumen. Con esto se buscaba disminuir la cantidad de emisiones en circulación en el mercado de manera que las existentes adquirieran volumen y se facilitase la operatoria en el mercado secundario de Lebac. Esto se logró reabriendo en varias subastas las emisiones existentes. Si bien esto producía cierta variabilidad en los plazos licitados^{§§§§§}, fue sumamente positivo para incentivar el desarrollo del mercado secundario de Letras y Notas del BCRA.

†††† El 08 de abril de 2003 mediante comunicación "B" 7785.

§§§§ Se licitan las primeras Nobacs a 3 años en pesos y en pesos ajustables por el CER mediante comunicación "B" 8064 del BCRA del 02 de diciembre de 2003.

§§§§§ Por citar un ejemplo, la letra que se licitaba a un mes de vencimiento hubo veces en que tenía un plazo residual de 35 días y otras de 28 días.

El volumen operado en el mercado secundario a lo largo del año presentó una tendencia creciente, especialmente a partir de septiembre, cuando parte de la demanda de esos títulos se volcó del mercado primario a la negociación secundaria. En ese mes, el monto promedio operado diariamente triplicó el del mes anterior (\$ 93 millones), y en diciembre fue de \$ 175 millones, superando los montos negociados diariamente en los mercados locales de acciones y de dólar futuro. Las especies mas negociadas fueron las de un plazo residual mayor a 12 meses.

En ese mismo mes, el Banco Central comenzó a participar en el mercado secundario de LEBAC aportándole una mayor liquidez a este mercado, a través de la puesta en marcha de una rueda de negociación electrónica (LECE). En diciembre, el monto operado por esta rueda representó el 11,1% del total negociado en el mercado secundario en igual mes.

En el 2003, las tasas de call y de plazo fijo mostraron similar comportamiento que las tasas de corte de las LEBAC. En el mercado accionario, la tendencia fue claramente positiva (el Merval tocó los 1.000 puntos), como consecuencia de la mejora en el nivel de actividad, de la estabilidad del tipo de cambio, de la consolidación del proceso de reestructuración de pasivos llevado adelante por empresas cotizantes y de las tasas de interés decrecientes ofrecidas por otras alternativas de inversión.

3.3 Año 2004

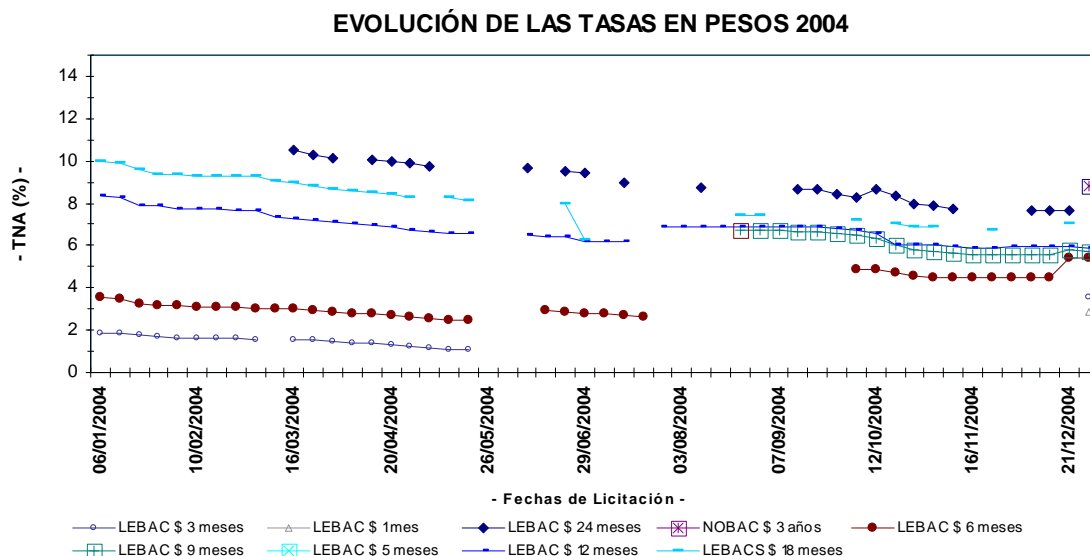
A lo largo del primer semestre de 2004, se mantuvo la tendencia a la baja en las tasas de corte para todos los plazos de colocación de estos instrumentos, consolidándose el aplanamiento de la curva de rendimientos. Durante abril acentuaron su caída las tasas de las letras en pesos a 3 y 6 meses, y en mayo las correspondientes a las letras ajustables por CER a 12 y 18 meses.

Continuando con la política de extensión de los plazos de emisión, en marzo se colocaron las primeras letras a dos años de plazo en sus dos versiones (\$ y \$CER)^{*****}. Esto permitió continuar ofreciendo al mercado una referencia de tasas para toda la curva de

***** El 16 de marzo de 2004 mediante comunicación "B" 8162.

rendimientos. Por otro lado, en febrero se dejó de licitar la letra en pesos a un mes de plazo.

Gráfico 5

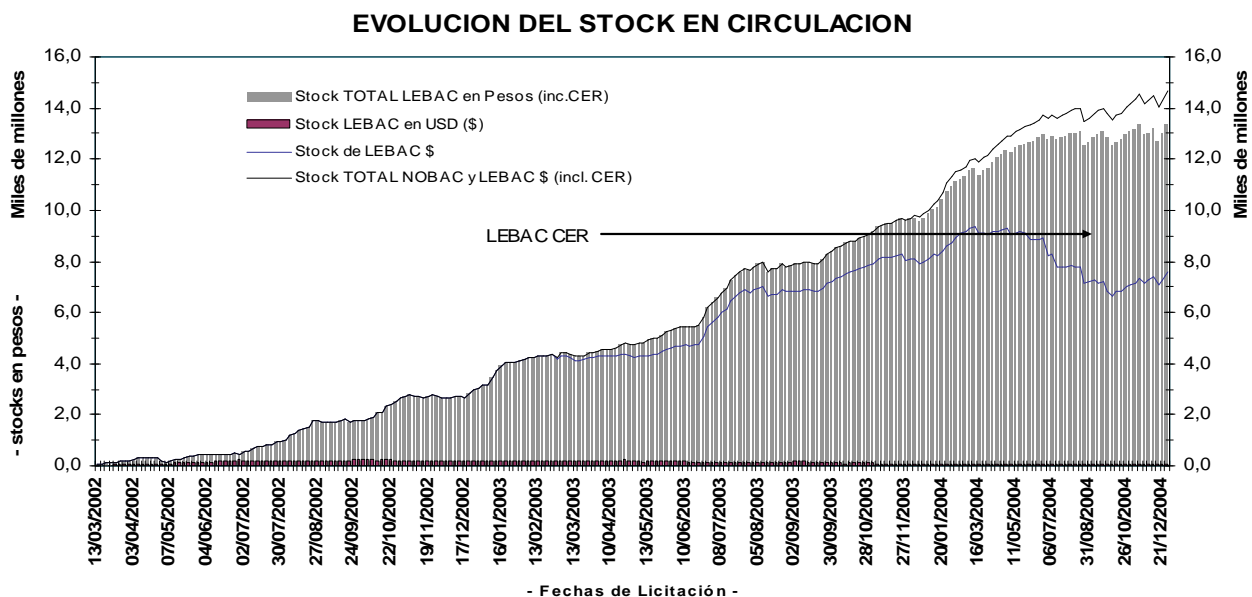


Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

A partir de abril de 2004, las expectativas de reajustes en los precios relativos, liderados por el mercado (salarios y márgenes de comercialización) o por decisiones del Gobierno (tarifas), determinaron la mayor preferencia de los inversores por las letras ajustables por CER, que concentraron desde entonces más del 50% de los montos colocados por licitación. Las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones (AFJP) se transformaron en los principales demandantes de estos títulos.

El stock total creció desde un VN de \$ 10.265,3 millones a fin de diciembre de 2003, hasta los \$ 13.751 a fines del primer semestre de 2004, para finalizar en \$ 14.833,4 millones a fines de diciembre de 2004, reflejando un aumento de VN\$ 4.568,1 millones para todo el año.

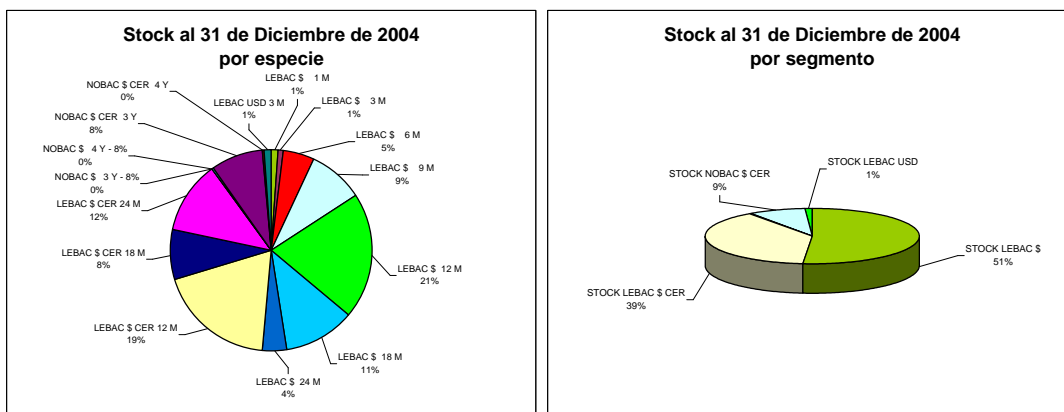
Gráfico 6



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

La composición del stock mostró un incremento de la participación de las letras (21,9%) y notas (7,0%) en pesos ajustables por CER, que a fines de 2004 representaban en conjunto el 47,4% de la cartera y una caída de las especies emitidas en pesos que finalizaron con una participación de 51,3% (-27,8%), así como también de las emisiones en dólares que finalizaron diciembre con un 1,1% de la cartera (-1,3%).

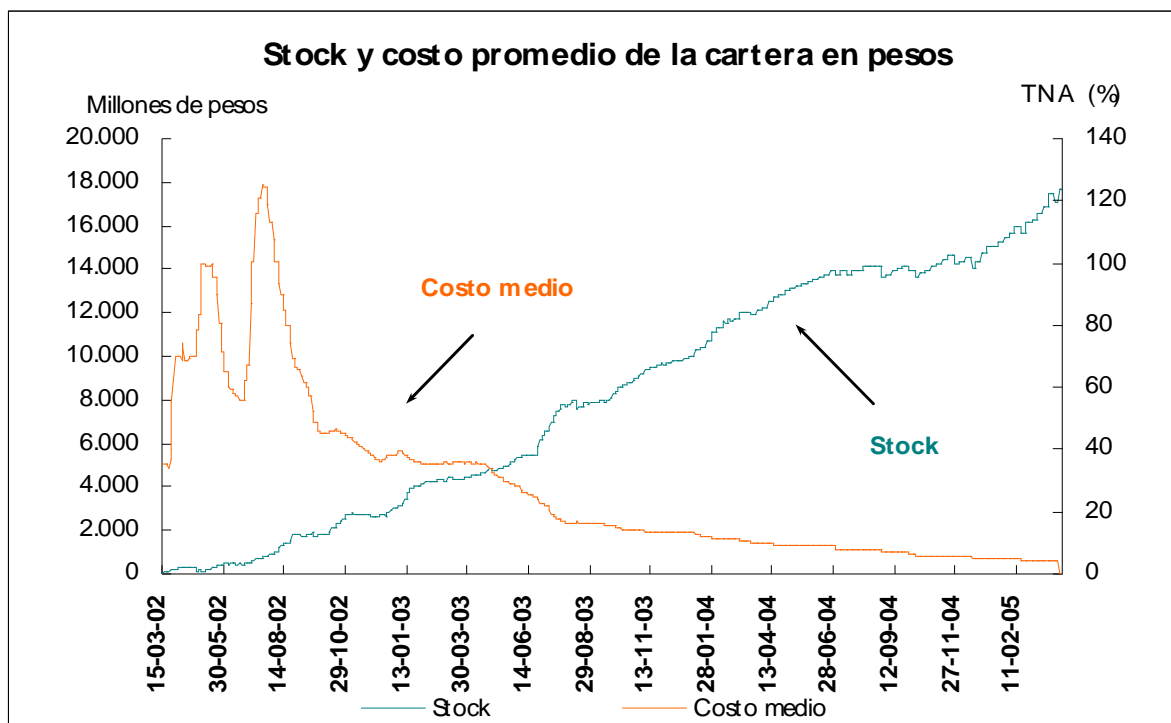
Gráfico 7



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

El costo medio de la cartera se redujo a un dígito (5,4%), mostrando una caída de 7,8 puntos porcentuales comparado con diciembre de 2003 (13,2 % anual). La duración de la cartera alcanzó a fin de marzo su máximo histórico de 290 días a fines de diciembre de 2004.

Gráfico 8



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

A partir de enero de 2004 las LEBAC comenzaron a cotizarse en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)^{†††††}, incorporándose un nuevo ámbito de negociación secundaria para estos títulos - además del Mercado Abierto Electrónico (MAE) -, que permite la participación de los inversores que habitualmente operan en ese recinto. También, en ese mismo mes comenzaron a operarse las NOBAC, aunque su participación en el total negociado todavía era reducida.

No obstante, el monto promedio negociado diariamente en el mercado secundario (MAE más BCBA) presentó durante el primer semestre del año una tendencia decreciente, desde los \$ 175,4 millones operados a fin de diciembre hasta los \$ 89,6 millones de mediados de junio. Sin embargo, el monto canalizado por la rueda LECE presentó una

^{†††††} Mediante Aviso de Autorización de Cotización de Letras y Notas del 05/01/04.

tendencia creciente sobre el total negociado en el mercado secundario. Durante el primer semestre del año, el Banco Central continuó participando en el mercado secundario de LEBAC, habiendo realizado recompras por un total de \$ 181,1 millones.

En lo que respecta al comportamiento del resto de las tasas de interés del mercado, éstas continuaron reflejando el sesgo de la política monetaria del BCRA.

3.3.1 La deuda privada toma de referencia a las Lebacs

Durante el mes de mayo de 2004, Telefónica de Argentina S.A. anunció la emisión de la primera serie de Obligaciones Negociables (ON), bajo el Programa de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta \$ 1.500 millones aprobado por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Con este programa, la empresa se propuso ampliar y desarrollar sus fuentes de financiación en pesos en el mercado local. Los agentes colocadores eligieron un instrumento financiero y un mecanismo de licitación a través del MAE similares a los utilizados por el Banco Central con las LEBAC, siendo ésta la primera operación en pesos en su tipo en el mercado de capitales argentino.

La subasta estaba dirigida a los bancos, AFJP, aseguradoras e inversores institucionales, como así también al segmento minorista. El interés del mercado quedó demostrado en los números de la colocación. Telefónica licitaba \$ 150 millones en ON a un plazo de 364 días bajo la forma de títulos cupón cero denominados Letras del Sector Privado (LESEP). Recibió ofertas por \$ 361,26 millones, de los cuales aceptó \$ 163,26 millones a una tasa implícita de 8,05 % anual.

La referencia para la LESEP emitida por Telefónica con vencimiento 6 de mayo de 2005 es la LEBAC con vencimiento 27 de mayo de ese mismo año, que en el mercado secundario presentaba al momento de la licitación un rendimiento de 7,6% anual. Telefónica pagó un spread de 45 puntos básicos más que el Banco Central, por lo que se considera que el mercado premió a la compañía por la conducta crediticia que mantuvo durante la crisis. Entre el 2002 y 2003, Telefónica logró refinanciar su deuda, extendiendo los vencimientos, sin efectuar quitas de capital ni de intereses y otorgando como incentivo un pago en efectivo a los acreedores.

Como se mencionara anteriormente, la de Telefónica es la primera emisión privada en pesos, a tasa fija y bajo legislación argentina que se realiza desde la salida de la convertibilidad. En tal sentido, la licitación de Telefónica se presenta como un caso testigo para el mercado, a ser imitado por otras compañías en situación similar, en el cual el Banco Central aparece como un referente para la emisión de deuda privada.

Hasta ese momento, en el mercado no había bonos de empresas privadas emitidos en pesos, sino en dólares, con tasas de interés que oscilan entre 7,7% y 11,8% anual. Por lo que la emisión de títulos en pesos constituye una alternativa atractiva para las empresas que acaban de reestructurar sus deudas y que tienen pasivos en dólares e ingresos en pesos, ya que mediante la colocación de deuda en pesos, pueden ir calzando sus pasivos con sus activos.

4. Operaciones de Regulación Monetaria - Participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de LEBAC

A partir de enero de 2004, se puso en funcionamiento una nueva rueda de negociación electrónica (REPO)^{*****} que permite realizar operaciones de pase aforados entre entidades utilizando como activo subyacente Letras del Banco Central. Inicialmente la operatoria estaba reducida a un pequeño número de entidades, luego se fueron incorporando otras, registrándose desde mediados de enero hasta fines de mayo un volumen negociado total de \$ 221,9 millones.

Esta operatoria permite realizar operaciones de pases con títulos emitidos por el propio BCRA. Esto se pudo realizar gracias a la existencia de las Letras del Banco Central, puesto que la utilización de títulos del Estado Nacional en operaciones de pases no era posible dado la situación en la que se encontraban los mismos.

En el mes de mayo de ese mismo año, la combinación en la plaza local de un período signado por fuertes vencimientos impositivos y una severa caída de los precios de los activos financieros, motivada por cierta incertidumbre asociada a la renegociación de la deuda pública, obligó a muchos bancos a buscar recursos en un mercado de préstamos

^{*****} Mediante Comunicación "A" 4143 del 21 de mayo de 2004

interbancarios (callmoney) estrecho, que dio rápidas muestras de estrangulamiento, impulsando las tasas o bien, a malvender sus bonos en el mercado para oxigenar su caja en un momento de precios castigados.

En ese lapso, el mercado del call cuadruplicó los volúmenes operados, pasando de \$ 189,6 millones diarios negociados a fin de marzo a \$ 913 millones a mediados de mayo, y las tasas que se pactaban a un promedio del 1,28% anual para préstamos a un día de plazo, llegaron a tocar máximos de 7,4% anual^{§§§§§§}. Esta situación, llevó a que el Banco Central comenzara a participar de la rueda REPO, con el fin de ayudar a estabilizar el mercado interbancario. La tasa de los pases actuaría de tope para las que se negocien en el call, puesto que si para una entidad resultaba más barato financiarse mediante pases con el Banco Central, habría menos demanda en el segmento interbancario.

Una vez que la tasa de call comenzó a operar en baja, el Banco Central a través de su intervención en la punta “tomadora” de la rueda de pases le puso un piso al mercado. A fines de diciembre de 2004, el stock de operaciones de pase pasivos concertadas por el Banco Central alcanzaba un monto de \$ 5.321 millones. De esta manera el Banco Central logró regular el costo de los préstamos interbancarios, quitándole volatilidad a las tasas.

Tanto las operaciones de compraventa de LEBAC y NOBAC en el mercado secundario, como las operaciones de pases con LEBAC, constituyen los instrumentos utilizados por el Banco Central con el fin de lograr los objetivos de política monetaria tendientes a preservar el valor de la moneda, de acuerdo con las funciones atribuidas por su Carta Orgánica. Su utilización en forma conjunta con el accionar en el mercado de cambios, permite graduar la liquidez del mercado financiero y morigerar el impacto de situaciones transitorias de iliquidez que afectan la demanda de dinero, en términos estacionales, mensuales y anuales.

§§§§§§ Fuente: www.bcra.gov.ar / Estadísticas / Monetarias y Financieras/ Tasas de interés por préstamos entre entidades financieras.

5. Algunas Consideraciones

A lo largo de las últimas décadas, la Argentina ha alternado períodos en los cuales utilizaba discrecionalmente la emisión monetaria y que terminaron con inflación muy alta y, eventualmente, con hiperinflación, como en los años 80 y principios de los 90, y períodos en los cuales por renunciar a la política monetaria se terminó con deflación durante un período prolongado que va desde fines de 1998 hasta principios de 2002.

La Argentina contaba a fines de 2004, desde el punto de vista macroeconómico, con una situación que no tenía desde hace tiempo. Una política fiscal contractiva (superávit primario récord) combinada con una política monetaria expansiva. Y como resultado de la interacción entre estas dos políticas, un tipo de cambio real competitivo y estable. El peso Argentino ha logrado mantener la competitividad que recuperó a la salida de la devaluación.

Desde 1998 a 2001 todas esas políticas apuntaban en la misma dirección: se tuvo una política fiscal contractiva como respuesta a los ajustes que había que hacer, y una política monetaria muy contractiva a través de un esquema de tipo de cambio fijo que permitía la salida de capitales. Se tenía una política cambiaria, heredada por la fortaleza del dólar, también muy contractiva. Esta combinación de políticas contractivas de 1998 a 2001 fue la contracara y, en alguna medida la consecuencia, del efecto contrario registrado entre 1991 y 1997, donde tanto la política fiscal, como la monetaria y la cambiaria resultaron ser tremendamente expansivas.

Las Lebac y posteriormente las Nobac, le permitieron al Banco Central contar con un instrumento de política monetaria sumamente exitoso. Este éxito proviene del hecho que le permitió regular la cantidad de dinero en el mercado, además de enviar información al mismo sobre niveles de tasas en un momento en el cual no existían. Posteriormente, el alargamiento de los plazos de los instrumentos emitidos proveyó al mercado de tasas de referencia a plazos cada vez mayores. Por otro lado, el hecho de contar con instrumentos nominales y ajustables por el CER, a la vez que a distintos plazos de vencimiento, cubría una variada gama de necesidades de los distintos agentes del mercado, lo que permitió, que estas herramientas sean sumamente valiosas desde el punto de vista de la política monetaria.

Para poder ejecutar la política monetaria es necesario tener un mercado de dinero desarrollado, para que de esta manera el Banco Central se concentre en la parte más corta de la curva. Por ello, entre otros objetivos está el establecimiento de una **tasa de interés de referencia**, es decir una tasa de intervención del Banco Central como manifestación de su política monetaria. Pero antes es necesario trabajar con los mecanismos de transmisión de la política monetaria, en la normalización del sistema financiero y en la recuperación del crédito.

6. Conclusiones

A lo largo del presente trabajo se intentó demostrar el funcionamiento de las Letras y posteriormente de las Notas del Banco Central de la República Argentina durante el período comprendido entre 2002-2004.

Se presentó la evolución de las principales variables que se tuvieron en cuenta a lo largo de este período, y los objetivos perseguidos desde el inicio que fueron:

- Regular la liquidez excedente en el mercado monetario
- Fijar tasas de referencia que faciliten el desarrollo de un mercado de crédito a largo plazo
- Proveer al mercado de un instrumento que pueda ser negociado en el mercado secundario de acuerdo a sus necesidades de liquidez

Posteriormente, y para maximizar su utilización, se buscó disminuir el costo medio del stock de deuda, alargar su duración y darle mayor liquidez al mercado secundario de estos títulos.

Se ha demostrado que se cumplieron los objetivos perseguidos a través de la emisión de estos instrumentos, utilizándose a las Letras y Notas de acuerdo a las necesidades del Programa Monetario. Se logró fijar tasas de referencia para el mercado en momentos en los cuales no había una guía orientativa, se desarrolló un mercado secundario y se incrementaron los volúmenes operados en él, disminuyendo notablemente el costo medio de la deuda y por último lográndose una duración de la deuda de casi 300 días a fines de 2004.

Se puede afirmar que colocación de Letras y Notas del BCRA vista como herramienta de política monetaria, cumplió acabadamente con su rol. Posteriormente su utilización como activos subyacentes en operaciones de pases, tanto activos como pasivos, permitió continuar profundizando su utilización a través de otras herramientas de política monetaria como son las operaciones de pases.

Día a día se van presentando nuevos desafíos en materia de política monetaria para los cuales es necesario estar preparados y crear nuevas instrumentos de utilización alternativos a las Letras y Notas. Esto no quita, sino que resalta la utilidad que han tenido las Letras y Notas dentro del período analizado.

7. Referencias

- Comunicaciones A 3537 y 4143. Banco Central de la República Argentina.
- Comunicaciones B 7155, 7621, 7171, 7433, 7676, 7785, 8064 y 8162. Banco Central de la República Argentina.
- Informes Monetarios Mensuales. Marzo 2002 – Diciembre 2004. Banco Central de la República Argentina.
- Informes Semanales sobre Evolución del Mercado de Cambios y Subasta de Letras y Notas. 2002-2004. Banco Central de la República Argentina.
- Informes de Inflación. 4º Trimestre 2003 – 4º Trimestre 2004. Banco Central de la República Argentina.
- Jornadas Monetarias y Bancarias. 2003 - 2004. Banco Central de la República Argentina.
- Decreto Poder Ejecutivo Nacional N° 214. República Argentina.
- Discurso Pronunciado por el Presidente del Banco Central el 24-03-04 en la Fundación Mediterránea.

Datos

Banco Central de la República Argentina (www.bcra.gov.ar)

Bloomberg (www.bloomberg.com)

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (www.bolsar.com)