

Cambian los instrumentos, sigue la bicicleta

El pasado martes 9 de enero, luego de una gran expectativa generada a partir de la modificación de la meta de inflación prevista para 2018, el BCRA resolvió una reducción cosmética de la tasa de política monetaria (el centro del corredor de pasés a 7 días) de tan sólo 75 puntos básicos, ubicándola en un 28%.

Aquella revisión al alza de la meta de inflación para 2018, se dio en un marco de incumplimiento de la meta para 2017, en virtud de una inflación acumulada en el año pasado de 24,8% a nivel nacional y 25% en el GBA (INDEC-IPC), contrastante con una meta fijada que tenía un piso de 12% y un techo del 17%. Es decir que la inflación observada más que duplicó el piso de la meta, superó en 5,8 puntos porcentuales al techo, y se suma al incumplimiento en 2016.

Ello, sin dudas, puso en discusión la credibilidad del esquema de metas propuesto por el Gobierno. En efecto, lo que está en el centro de la escena es la pérdida de credibilidad de la política monetaria impulsada por el BCRA bajo la presidencia de Federico Sturzenegger.

Antes de la revisión de la meta de inflación prevista para 2018 (la anterior -prevista por el BCRA- era del 10% \pm 2 p.p. y la actual -prevista por el Poder Ejecutivo- es del 15%) lo esperable era que, ante una meta de difícil cumplimiento, se profundizara en este nuevo año el sesgo contractivo de la política monetaria encarada por el BCRA.

Pero luego del cambio anunciado, se podía imaginar una relajación de esa política monetaria, lo que debía reflejarse en una baja de la tasa y, principalmente, de las tasas de LEBAC (Letras en pesos del Central), ya que -por el momento- sigue siendo el principal instrumento de absorción monetaria. Si al 9/1/2018, las entidades financieras tenían sólo 61.543 millones de pesos colocados en pasés, poseían a la vez 386.483 millones de valor nominal (VN) de LEBAC. Con el reciente lanzamiento de la LELIQ (Lebac para los bancos) puede que este último título termine desplazando a la LEBAC y a los pasés como instrumento de absorción monetaria.

Cabe señalar que, si bien el BCRA decidió mantener casi inalterada la tasa de política monetaria, con un cambio mínimo de 75 puntos básicos, los precios negociados en el mercado secundario de LEBAC nos llevan a suponer que en la próxima licitación habrá una reducción de tasas para ese instrumento. En efecto, mientras que la tasa implícita de la especie de LEBAC a 210 días de la licitación de diciembre ascendió a 28,69% anual, la tasa implícita de la especie a vencer en agosto (210 días de plazo considerando la próxima licitación) negociada en el mercado secundario ascendió a 25,7% anual en el día de hoy, es decir, una reducción de más de 3 p.p. Respecto de la especie de corto plazo, la tasa implícita de la especie de la LEBAC a 28 días de la licitación de diciembre ascendió a 28,75% anual, mientras que la tasa implícita de la especie a vencer en febrero (35 días de plazo

considerando la próxima licitación) negociada en el mercado secundario ascendió a 26,4% anual, es decir, una reducción de casi 2,5 p.p.

El martes 16/1 la autoridad monetaria se enfrenta a la primera licitación de LEBAC del año, en la que el stock a vencer asciende a 398.436 millones de pesos, lo que representa un 39,14% de la base monetaria¹ y equivale a 21.284 millones de dólares estadounidenses al tipo de cambio de referencia (18,72 al 15/1/2018 –Comunicación “A” 3500–).

Más allá de los cambios que puedan presentarse en la curva de tasas de LEBAC, **el nivel de la tasa de política monetaria (28%) sigue garantizando el funcionamiento de la bicicleta financiera**. Quizá de aquí en adelante ésta se basará en una estrategia – de parte de los actores del sector privado distintos de las entidades financieras – de utilización mayoritaria de otros títulos por sobre la LEBAC para el negocio del *carry trade*, reservando los títulos del BCRA a las entidades financieras a través de la novel LELIQ². Cabe señalar que las entidades financieras tienen limitaciones en su exposición al sector público en virtud de las normas de fraccionamiento crediticio, siendo esa una de las razones que explicaría la creación de la LELIQ, toda vez que los títulos de la autoridad monetaria no se computan como financiamiento al sector público, en cambio los títulos que emite el Tesoro sí lo hacen.

Esa bicicleta financiera ha generado un alto costo por intereses para la autoridad monetaria desde la implementación del esquema de metas, sin que se evidencien los efectos esperados sobre la tasa de inflación, aunque sí ha impactado sobre el nivel de actividad económica.

A esos fines, CEPA analizó el costo que ha tenido para el BCRA esta política monetaria que favorece el funcionamiento de la bicicleta financiera.

Cuadro 1. Licitaciones de LEBAC en el año 2017

Fecha de la licitación	Monto a vencer en millones de pesos / VN	Monto adjudicado en millones de VN	Variación del stock de LEBAC en millones de VN	Efecto sobre la base monetaria en millones de pesos	Intereses generados en millones de pesos
03-ene	80.649	98.804	+ 18.155	-14.609,00	3.546,00
10-ene	74.092	92.639	+ 18.547	-15.413,00	3.134,00
17-ene	144.815	109.927	- 34.888	+ 38.940,66	4.052,66
24-ene	61.183	58.596	- 2.587	+ 5.224,00	2.637,00
31-ene	75.200	64.707	- 10.493	+ 13.280,74	2.787,74
14-feb	235.769	244.382	+ 8.613	+ 2.017,50	10.630,50
14-mar	274.389	282.470	+ 8.081	+ 2.450,13	10.531,13
18-abr	382.748	329.087	- 53.661	+ 62.993,78	9.332,78

¹ Ascende a 1.017.952 millones de pesos (al 9/1/2018).

² Para las entidades financieras resulta más ventajosa la LELIQ que los pases pasivos a 7 días, pese a tener la misma tasa actualmente (27,25% anual), por tener un mercado secundario que le garantiza liquidez -cosa que no ocurre con los pases, los que deben mantener hasta su vencimiento-, además de cuestiones de tributación local. Por otro lado, no puede dejar de mencionarse respecto de los actores distintos de las entidades financieras la restricción a la tenencia de LEBAC -por vía directa e indirecta a través de cuotapartes de FCIs- a las entidades aseguradoras y reaseguradoras (Resolución SSN n° 41057-E/2017 y su modificatoria n° 41208-E/2017).

16-may	476.181	448.011	- 28.170	+ 42.536,24	14.366,24
19-jun	547.042	424.272	- 122.770	+ 135.267,80	12.497,80
18-jul	523.022	467.623	- 55.399	+ 72.030,92	16.631,92
15-ago	534.983	453.416	- 81.567	+ 98.083,90	16.516,90
19-sep	484.211	437.347	- 46.864	+ 74.810,33	27.946,33
17-oct	381.044	333.614	- 47.430	+ 64.830,17	17.400,17
14-nov	379.850	332.941	- 46.909	+ 60.650,06	13.741,06
19-dic	422.450	304.278	- 118.172	+ 132.720,97	14.548,97
					180.301,20

Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA

En las licitaciones de LEBAC que se desarrollaron en el año 2017 se generaron intereses por **\$ 180.301,20** millones, tal como resulta del cuadro anterior.

Lo paradójico es que, pese a las altas tasas y el elevado costo para la autoridad monetaria por los intereses generados, **todas las licitaciones del año -con excepción de las dos primeras- resultaron expansivas sobre la base monetaria** (ver cuadro 1). Es decir que las altas tasas no resultaron suficientes para que en las licitaciones la autoridad monetaria pueda absorber más pesos de la economía que los que libera producto del propio vencimiento de LEBAC.

Pero no sólo a través de las licitaciones es que la autoridad monetaria coloca LEBAC. En el 2017 lo que se destacó es una clara intervención del BCRA en el mercado secundario de esos títulos con una fuerte posición neta vendedora. En efecto, el único mes que la autoridad monetaria tuvo una posición compradora fue en febrero. En 2017 el BCRA ha vendido LEBAC en el mercado secundario por VN 1.128.803 millones, generando intereses por \$ 124.299,39 millones, tal como resulta del cuadro 2.

Cuadro 2. Operaciones de LEBAC del BCRA en el mercado secundario por mes

Mes	VN negociados	Intereses generados en millones de pesos
Enero	1.440,00	20,00
Febrero	(7.266,07)	(0,31)
Marzo	88.700,00	10.169,87
Abril	102.400,00	11.239,22
Mayo	166.900,00	18.431,76
Junio	106.800,00	11.320,20
Julio	148.200,00	13.890,08
Agosto	146.200,00	17.111,10
Septiembre	116.400,00	13.349,67
Octubre	118.672,00	10.243,83
Noviembre	68.699,00	10.507,94
Diciembre	64.392,00	8.016,03
		124.299,39

Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA

En virtud de lo expuesto, resulta que los intereses generados por LEBAC, sumando colocaciones primarias y mercado secundario, sólo en el año 2017 ascendieron a

\$ 304.600,59 millones, más que duplicando el total generado en todo el año 2016 (lo supera en un 103,54%).

Si incorporamos al análisis el otro instrumento de absorción monetaria de que dispone el BCRA, los pases activos por los que paga intereses a las entidades financieras que los colocan, aquel número se ve incrementado en, al menos, \$ 23.234,15 millones³.

Así las cosas, la política monetaria implementada por Federico Sturzenegger generó costos para el BCRA, sólo en 2017, de no menos de **\$ 327.834,74 millones**.

En todo 2016 aquel costo ascendió a más de **\$ 157.465,40 millones** (\$ 139.360 millones de colocaciones primarias, \$ 10.293,93 millones por ventas en el mercado secundario y, como mínimo \$ 7.811,48 millones de pases pasivos⁴), con lo que desde enero de 2016 el costo de la política monetaria llevada adelante asciende a no menos de **\$ 485.300,15 millones**.

Cuadro 3. Costo por intereses de la política monetaria en millones de pesos

	(a) Primario	(b) Secundario	Total LEBAC (a) + (b)	Pases (estimación de mínima)	Acumulado total
2017	180.301,20	124.299,39	304.600,59	23.234,15	327.834,74
2016	139.360,00	10.293,93	149.653,93	7.811,48	157.465,40
Acumulado	319.661,20	134.593,32	454.254,52	31.045,63	485.300,15

Fuente: elaboración CEPA en base a BCRA

El cambio en las estrategias de *carry trade* (de títulos del BCRA a títulos del Tesoro) y en los títulos empleados para la absorción monetaria (el posible traslado de LEBAC a LELIQ) no modificará en sentido favorable el escenario para el BCRA, toda vez que, al actual nivel de tasa de política monetaria (28%), esa liquidez que se traslade de los títulos emitidos por el BCRA a los títulos emitidos por el Tesoro, terminará siendo absorbida por el BCRA a través del correspondiente instrumento (operaciones de pases o de mercado abierto de LELIQ y LEBAC y licitaciones, según cómo evolucionen las tasas de cada instrumento), una vez que ingrese al sistema financiero.

Es por ello que, de producirse una reducción de las tasas de LEBAC, **ello no implicará un cambio de fondo sino de forma en la política monetaria**, la que -entendemos- mantendrá su sesgo contractivo, garantizándose así el funcionamiento de la bicicleta financiera, lo que seguirá incidiendo negativamente sobre el nivel de actividad económica.

³ Se tomó el saldo diario de pases pasivos del BCRA desde el 1/1/2017 hasta el 31/12/2017 y se aplicó el interés que la autoridad monetaria pagaba en cada uno de esos días por los pases pasivos a 1 día, al no contar con el desagregado del stock colocado a 1 día o a 7 días. Cabe destacar que la tasa de interés de los pases a 7 días resulta ser siempre superior a la de pases a 1 día, de allí que el cálculo esté subestimado.

⁴ Al igual que para 2017, se tomó el saldo diario de pases pasivos del BCRA y se aplicó el interés que la autoridad monetaria pagaba en cada uno de esos días por los pases pasivos a 1 día, al no contar con el desagregado del stock colocado a 1 día o a 7 días. Cabe destacar que la tasa de interés de los pases a 7 días resulta ser siempre superior a la de pases a 1 día, de allí que el cálculo esté subestimado.