

C E S P A

Notas de Coyuntura N° 10

**Centro de Estudios de la Situación
y Perspectivas de la Argentina**

Reconstruyendo el mercado: El BCRA y la emisión de Lebac.

*Jorge Schvarzer
Hernán Finkelstein
Febrero de 2003*

El colapso de la convertibilidad, en diciembre de 2001, dejó al Banco Central inerte, desprovisto de instrumentos de regulación monetaria y cambiaria. En los largos primeros meses de 2002, la entidad no podía controlar la cantidad de dinero en circulación, porque los bancos le reclamaban enormes sumas para atender las demandas urgentes de los depositantes que pugnaban por salir del sistema (a pesar de que el corralito se creó, precisamente, para evitar ese drenaje). La cantidad de moneda no aumentó más porque otros aspectos fueron controlados; en particular, porque el sector público ajustó sus gastos a la baja, suprimiendo un déficit que no podía financiar sin emisión, y porque otras jurisdicciones resolvieron parte de sus problemas distribuyendo títulos que ahora son las llamadas cuasi monedas. El BCRA tampoco podía regular la tasa de interés, que en un mercado en profunda crisis, donde nadie quería colocar fondos ni pedir prestado, dejó de tener sentido como variante relevante de la economía. Menos aún podía regular el tipo de cambio que, una vez superado el cepo de la convertibilidad y liberado el mercado, parecía capaz de elevarse sin control, impulsado por una demanda especulativa, basada en la lógica acumulativa de las profecías autocumplidas.

Fue así que en esos primeros meses de 2002, más allá de los apresuramientos y errores que provocaron la salida de la convertibilidad, el BCRA tuvo que adoptar políticas pasivas frente a las presiones de un mercado en desequilibrio estructural. El Banco emitió ingentes cantidades de dinero para atender las demandas de los bancos; al mismo tiempo, se veía obligado a vender divisas, de sus cada vez más escasas reservas, para que se estableciera un precio en el mercado de cambios. La venta de divisas, irónicamente, si bien afectaba las condiciones para sostener el equilibrio externo, permitía absorber parte de los pesos que eran emitidos, casi simultáneamente, por las exigencias del sistema bancario. Este equilibrio relativo entre esos dos movimientos, evitó que la emisión inundara el mercado y creara las condiciones para la hiperinflación que algunas voces se apresuraban a anunciar.



**Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas**



Av. Córdoba 2122 (C 1120 AAQ) Ciudad de Buenos Aires
Tel./Fax: 54-11-4370-6130 – E-mail: cespa@econ.uba.ar,
<http://www.econ.uba.ar/cespa.htm>

En medio de esa confusa transición, el BCRA comenzó a emitir las Lebac (o Letras del Banco Central), ensayando disponer de un primer instrumento de política monetaria y financiera. Estos títulos son mecanismos convencionales utilizados por los bancos centrales en el mundo con un objetivo muy claro: regular la liquidez en el sistema en combinación con la tasa de interés de mercado. Colocar letras implica que el organismo rector absorbe circulante a una tasa que contribuye a definir las expectativas de los agentes sobre el costo del dinero. El rescate de letras, a su vez, aporta a la liquidez sin afectar, directamente, a las tasas.

En la mayoría de los países la autoridad monetaria cuenta con varios instrumentos para afectar las tasas de interés de mercado: la tasa de redescuento (que el BCRA aplica a los bancos que le solicitan fondos por iliquidez), la política de encajes (fracción de los depósitos que los bancos deben mantener en forma líquida) y las operaciones de mercado abierto (compra y venta de títulos públicos). En las condiciones de comienzos de 2002, estas herramientas se revelaron inútiles. Por un lado, el drenaje del corralito, incluyendo la salida de depósitos por amparos, provocó que las entidades financieras sufrieran importantes descalces de plazos y se vieran obligadas a hacer uso de sus encajes, así como a solicitar redescuentos al BCRA. La enorme presión de los ahorristas en esos momentos llevaba a los bancos a pedir fondos independientemente de su costo; es decir que la demanda por iliquidez era insensible a la tasa de interés. Por otro lado, las intervenciones del BCRA en el mercado de títulos públicos habrían sido inocuas. Debe recordarse que a raíz de la declarada cesación de pagos, los precios de los títulos públicos se derrumbaron y, de esta forma, las tasas de interés alcanzaron niveles nunca antes vistos. Esas condiciones de contexto implican que el BCRA no contaba con instrumentos de política monetaria tradicionales, en esos momentos, y las Lebac fueron el primero de ellos.

Lanzamiento de las Lebac

La primer subasta de Lebac se realizó el 13 de marzo de 2002, en medio de la mayor incertidumbre, y el 15 se aceptaron propuestas por un monto de 38,7 millones de pesos, a un plazo de siete días y con una tasa de corte de 35% anual. El escaso monto de la operación y su plazo excesivamente breve dan cuenta de las dificultades de organizar el mercado en las condiciones que se estaban viviendo.

El BCRA ensayó diversas variantes de oferta de estos títulos a lo largo de todo el año que sirvieron para tantear, y orientar en lo posible, la actitud de los tomadores. Se emitieron Lebac en pesos y en dólares y se hicieron ensayos con Lebac indexadas por el CER (de las que solamente se hicieron cinco colocaciones, a tres meses de plazo, en los meses de agosto y setiembre). Las experiencias recogidas en esas operaciones fueron definiendo la evolución del mercado.

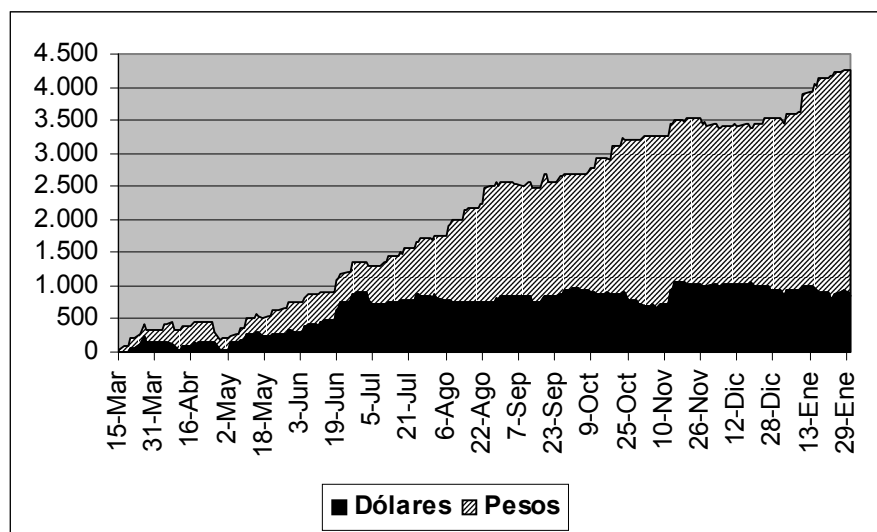
Las mayores operaciones en los primeros tiempos eran las emitidas en dólares porque esa parecía ser la demanda del mercado. Esa alternativa no resultaba compatible con la estrategia de pesificar la economía; las intenciones de desvincular el peso de la divisa norteamericana chocaban con la desconfianza en la moneda local y parecían obligar a asumir otra dirección. Debido a esa opción, hacia fines de junio del año pasado, el 70% del stock de Lebac estaba

emitido en dólares. Sin embargo, ese fue su punto máximo¹. Desde entonces, el stock de Lebac en dólares se mantuvo levemente por debajo de mil millones de pesos mientras que aquellas emitidas en pesos comenzaron a crecer con ritmos significativos.

Las operaciones de Lebac en pesos parecían destinadas al fracaso durante esos mismos meses en que avanzaban las emitidas en dólares. Los montos tomados eran muy bajos, los plazos muy cortos y las tasas excesivamente elevadas; los rendimientos, expresados en tasas anuales, alcanzaron el 120%, a pesar de que los riesgos implícitos en estos títulos se limitaban a períodos de dos semanas. Sin embargo, los montos fueron aumentando mientras las tasas tendían a la baja y los plazos se alargaban.

El *Gráfico 1* exhibe la evolución del stock de Lebac colocado en el mercado y su composición en pesos y en dólares. Allí se ve la suba, primero, y el estancamiento, después, de las letras emitidas en dólares, mientras crece de manera continuada el stock de las emitidas en pesos. De esta forma, el monto agregado presenta una tendencia creciente que a fines de enero de 2003 se acerca a los 4.300 millones de pesos. De ese total, 3.431 millones son títulos emitidos en pesos, mientras que el resto está en dólares (y equivale a 833 millones de pesos).

Gráfico 1. Evolución y composición por monedas del stock de Lebac neto colocado. En millones de pesos



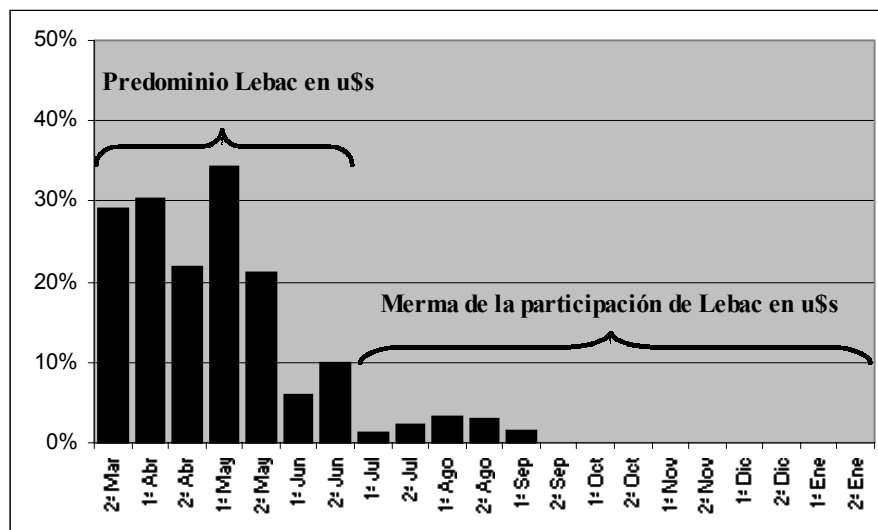
Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

El cambio de composición de las Lebac a favor de las emitidas en pesos no ocurrió de manera automática. Todo indica que el BCRA tuvo que ofrecer incentivos, o desincentivos, para que ello ocurra. Entre los meses de junio y julio, cuando comienza a cambiar la composición del stock de Lebac se observa que las tasas en pesos tendieron a subir mientras que las aceptadas para las letras en dólares tendieron a bajar. El *Gráfico 2* presenta la tasa implícita anual promedio ponderada para las colocaciones en dólares que

¹ En rigor, las Lebac se suscriben y rescatan en pesos pero en ambos casos al tipo de cambio que rige en el mercado al momento de realizar la operación, de modo que el dólar funciona como una moneda de cuenta pero no de pago real.

aceptó el BCRA en cada quincena, desde marzo, donde se aprecia la fuerte baja ocurrida entre junio y julio².

Gráfico 2. Evolución de la tasa implícita anual promedio, ponderada por montos, de las colocaciones de Lebac en dólares. Valores por quincena



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico e información del BCRA.

Las tasas pagadas bajaron del orden del 30% anual en los meses de abril y mayo a 10%, o menos, en junio, para caer a cero en la segunda quincena de setiembre, umbral mínimo donde permanecen hasta ahora. Es decir que los tomadores actuales de estos papeles se limitan a cubrir el riesgo de cambio (o, peor aún, a asumirlo cuando el peso avanza sobre el dólar como ocurrió en los últimos meses). Una ventaja adicional que presentan las Lebac en dólares para las entidades financieras es que su tenencia no es considerada como parte de la Posición General de Cambios, variable que se encuentra regulada desde el 14 de marzo de 2002.

Tasas de interés y plazos

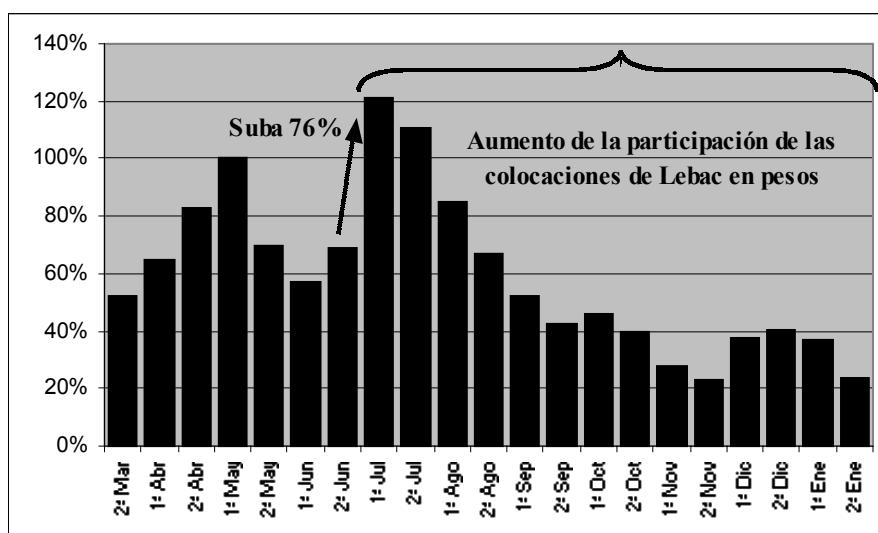
La baja de las tasas pagadas por las colocaciones en dólares coincidió con una suba de los rendimientos de sus similares en pesos. Como se observa en el *Gráfico 3*, estas habían tenido oscilaciones cíclicas al comienzo: alzas desde 50% hasta 100% anual entre marzo y primera quincena de mayo; caídas desde allí hasta menos de 60% en las dos quincenas siguientes y una nueva alza a más de 120% en la primer quincena de julio (en coincidencia con la última parte de la caída de las tasas de Lebac en dólares). Ese punto marca el rendimiento máximo al que llegaron estos títulos. Desde allí, y ya sin competencia con los papeles en dólares, bajaron continuamente hasta llegar a cerca de 20% anual en la segunda mitad de enero.

La tasa implícita anual promedio de las colocaciones de Lebac en pesos registró un alza durante el mes de diciembre, en relación con noviembre, que fue revertida durante enero. De hecho, durante la segunda quincena de enero de 2003, las tasas alcanzaron su mínimo histórico, volviendo a los niveles de la

² La tasa se llevó a valores anuales y se ponderó de acuerdo a la participación de los distintos plazos en el total, dado que la tasa pagada a plazos más largos ofrece un horizonte de referencia diferente que la que se coloca a corto plazo.

segunda quincena de noviembre. Debe advertirse que esta variable debe ser analizada en conjunto con los plazos de maduración. A similares tasas de interés resulta conveniente, para el BCRA, plazos más largos. En este sentido, y como se verá más adelante, el costo de las colocaciones de Lebac en pesos durante la segunda quincena de noviembre y enero es equivalente, pero las de enero presentan un perfil más largo de vencimientos.

Gráfico 3. Evolución de la tasa implícita anual promedio, ponderada por los montos, de las colocaciones de Lebac en pesos. Valores por quincena



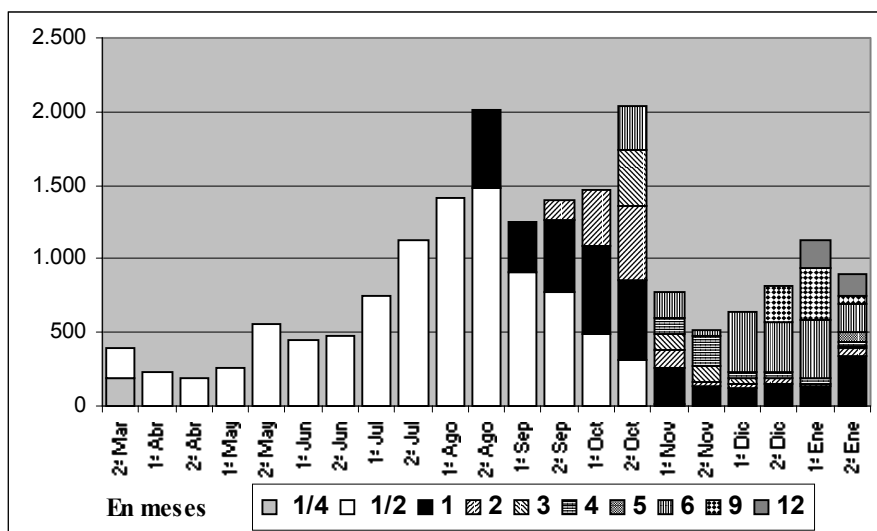
Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico e información del BCRA.

La primera colocación de Lebac, realizada el 15 de marzo de 2002, tenía un plazo de maduración de 7 días. Se trataba, por supuesto de un ensayo, porque ese plazo no se justifica en condiciones normales. Desde entonces, sólo 4 colocaciones tuvieron ese plazo mientras que el BCRA buscaba emitir esas letras a períodos más largos.

En la segunda quincena de marzo hubo colocaciones de Lebac a 14 días, que se mantuvieron prácticamente como la única opción hasta agosto, como se presenta en el *Gráfico 4*. En la segunda quincena de agosto se lanzaron las letras a un mes, combinadas con las anteriores, y en la segunda de setiembre los plazos se extendieron a dos meses. Las extensiones continuaron de modo que a mediados de enero de este año se colocaron las primeras letras a 12 meses.

El lanzamiento de nuevos plazos coincidió en varias oportunidades con colocaciones de gran magnitud. En la segunda quincena de agosto, igual que en la segunda de octubre, las colocaciones fueron máximas en monto con valores del orden de los 2.000 millones de pesos y del lanzamiento de las letras a un mes (en el primer caso) y 4 meses (en el segundo). El estiramiento de los plazos implica una mayor confianza en el mercado, la posibilidad de establecer tasas de interés a períodos más largos (siempre relacionadas con las expectativas inflacionarias y devaluatorias) y, no menos importante, con el hecho de que el BCRA queda menos presionado por los vencimientos que se suceden.

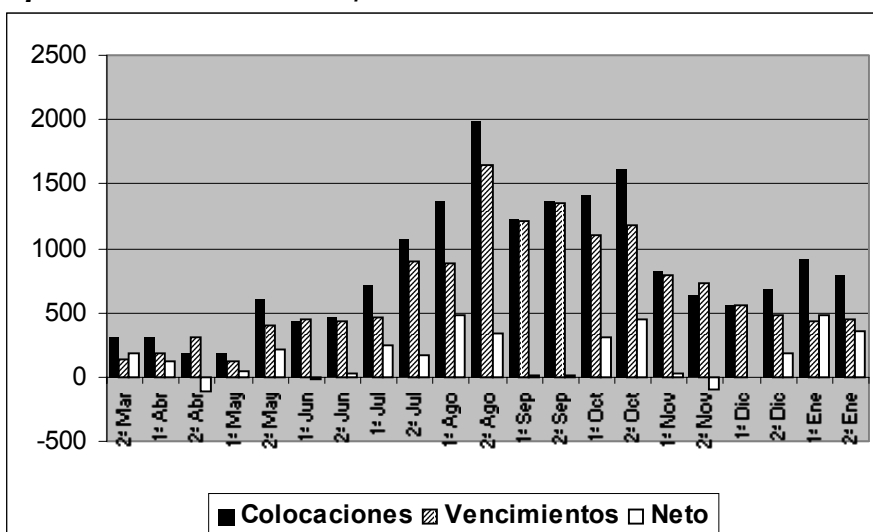
Gráfico 4. Evolución y composición por plazos de las colocaciones de Lebac en pesos. En millones de pesos, los montos incluyen intereses.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico e información del BCRA.

Este resultado no debe perderse de vista. En efecto, cuando las emisiones eran de muy corto plazo, el BCRA se veía obligado a rescatar los títulos a los pocos días o a emitir nuevas Letras para neutralizar ese flujo. Por eso, una gran parte de las colocaciones se limitaba a renovar los vencimientos de las operaciones previas. En cambio, a medida que los plazos se extienden, el BCRA se encuentra con la posibilidad de reducir las emisiones (si los agentes no quieren aumentar su stock de letras) o, en todo caso, de lanzar nuevas para captar más dinero del mercado. En este sentido, el *Gráfico 5* muestra que, desde la segunda quincena de agosto los vencimientos siguen una tendencia decreciente; ellos alcanzaron un nivel máximo en una quincena de 1.648

Gráfico 5. Colocaciones netas, vencimientos y saldos quincenales de las Lebac en pesos. En millones de pesos.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico e información del BCRA.

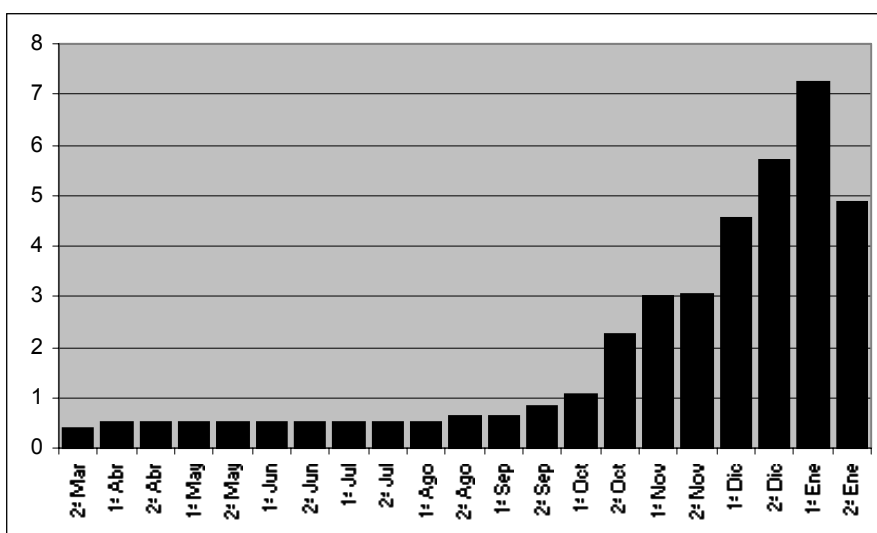
millones de pesos en aquella fecha, hasta registrar un mínimo de 442 millones durante la segunda quincena de enero.

La extensión de los plazos de vencimientos, y con ello los menores montos que la autoridad monetaria debió enfrentar mensualmente, le permitió al BCRA refinanciar los rescates con menores esfuerzos. Algunos analistas consideraron que el mercado de las Lebac estaba saturándose a partir de observar que los montos colocados se reducían nominalmente. Sin embargo, la mera reducción de los montos colocados no resulta suficiente para efectuar tal diagnóstico. De hecho, si bien los montos colocados en términos nominales también sufrieron una suerte de caída, los resultados netos fueron generalmente positivos. En particular las últimas tres quincenas arrojaron resultados positivos muy importantes, no solo por su magnitud sino también por la maduración de las colocaciones.

El *Gráfico 6* presenta el plazo promedio de maduración de las colocaciones para mostrar que éste se ha extendido desde los 14 días de los primeros meses hasta más de los 7 meses hacia comienzos del año 2003. Se advierte que durante la segunda quincena de enero el plazo promedio de maduración de las colocaciones se reduce en dos meses (cayendo hasta 5 meses) en comparación con la primer quincena del mismo mes.

Esta diferencia de plazo resulta substancial para seguir la evolución de los montos colocados. Para verificarlo, tomemos un ejemplo. Una emisión de Lebac de 10 millones a 15 días, que se renueva implica que en el mes se colocaron 20 millones (aunque se trata de una suma algebraica, puesto que son los mismos 10 millones que se reciclan). Este monto acumulado puede parecer mayor que una sola colocación de Lebac por 15 millones de pesos a 3 meses, pero lo correcto es lo contrario. Para ello, como ejercicio, se decidió

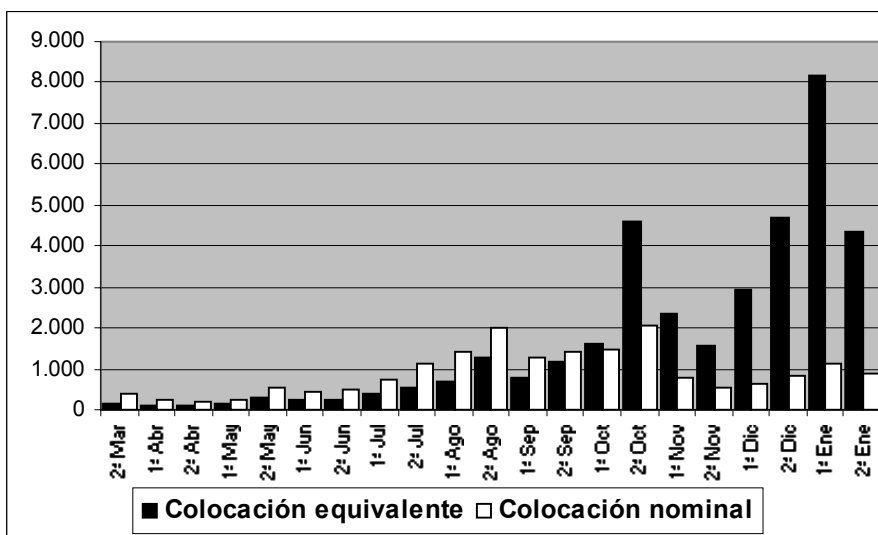
Gráfico 6. Evolución del plazo de maduración promedio de las colocaciones de Lebac en pesos, ponderadas por los montos colocados.
En meses



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico e información del BCRA.

tomar todas las colocaciones de Lebac a un plazo comparable de un mes, cuyos resultados se exhiben en el Gráfico 7³. Este Gráfico permite apreciar la diferencia entre un método y otro de cálculo. Allí se percibe que las colocaciones en montos nominales fueron superiores a las equivalentes hasta el mes de septiembre (lo que corresponde porque estas eran a un plazo promedio inferior al mes, ver Gráfico 6), pero la situación cambia después. En otras palabras, mientras que los montos nominales tienden a caer en los últimos meses del año, los equivalentes exhiben valores mucho más altos porque tienen en cuenta la extensión de los plazos de vencimiento. En particular, cabe destacar que el mes de enero de 2003 resulta el más exitoso en términos de colocaciones equivalentes, aunque no aparezca así en términos nominales.

Gráfico 7. Colocaciones de Lebac en montos nominales (realizados) y en equivalentes (comparables). En millones de pesos, los montos incluyen intereses.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico e información del BCRA.

La construcción del Gráfico 7 permite modificar el diagnóstico que supone que los montos de Lebac han saturado el mercado y, por eso, sus colocaciones se estancan o caen. No ocurre eso, sino que las nuevas colocaciones están extendiendo sus plazos hasta generar cambios en el mercado.

La estrategia del BCRA

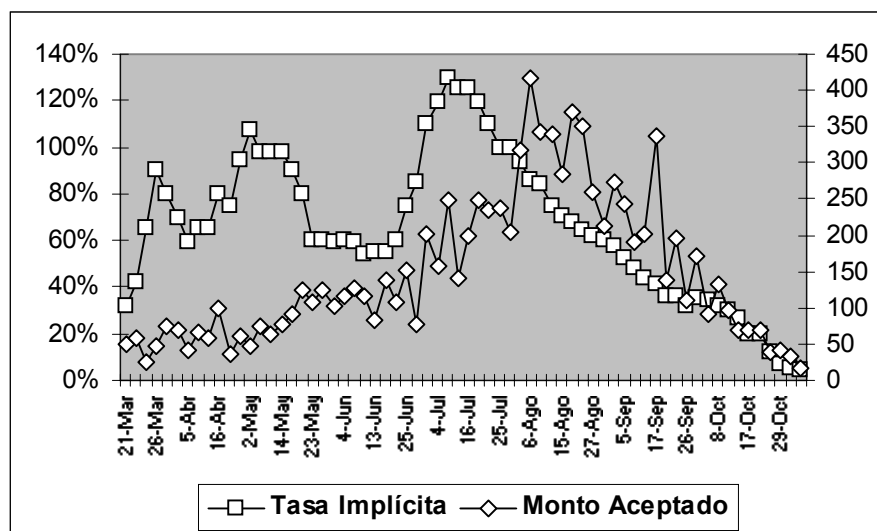
A lo largo del tiempo se logró que las tasas de interés fueran bajando mientras que los plazos de vencimiento se extendían. Esto significa que la baja de tasas correspondiente a un mismo plazo no impedía que la tasa global que debe pagar el BCRA se mantuviera, debido al efecto de las tasas aplicadas para plazos más largos. De allí que la tasa promedio de las colocaciones durante la segunda quincena de enero estuvo en torno al 20% anual, a semejanza de la registrada durante la segunda quincena de noviembre.

³ Esto quiere decir que 10 millones colocados a un mes son equivalentes a 20 millones a quince días o a 5 millones a dos meses. Naturalmente, que hay algunos inconvenientes metodológicos en la aplicación de estos criterios que tienen, en cambio, la ventaja de su sencillez.

Se puede concluir que la baja de tasas no beneficia del mismo modo al BCRA, que debe asumir ese costo, aunque mejoran las condiciones operativas en el mercado por extender los plazos de vencimientos.

Para observar estos fenómenos, por ejemplo, conviene seguir la evolución de los montos colocados y las tasas de interés reconocidas por las emisiones de Lebac a 14 días desde su origen. Los resultados figuran en el *Gráfico 8*, donde se verifica que los montos colocados en este tipo de operación fueron trepando de unos 50 millones en marzo hasta un máximo de 420 millones en agosto de 2002; luego, esos montos se fueron reduciendo, dando lugar a las nuevas alternativas a mayor plazo, hasta desaparecer en noviembre. Las tasas de interés, por su lado, que estaban en torno al 100% en mayo, como parte de la incertidumbre de esa etapa, tuvieron un ciclo de descenso hasta junio (cuando llegaron al 50%), para volver a trepar al 120% en julio; luego, emprendieron una baja continua que llevó a sus valores a un mínimo antes del cierre de dichas operaciones.

Gráfico 8. Evolución de montos colocados y tasas aceptadas en las Lebac en pesos a 14 días.

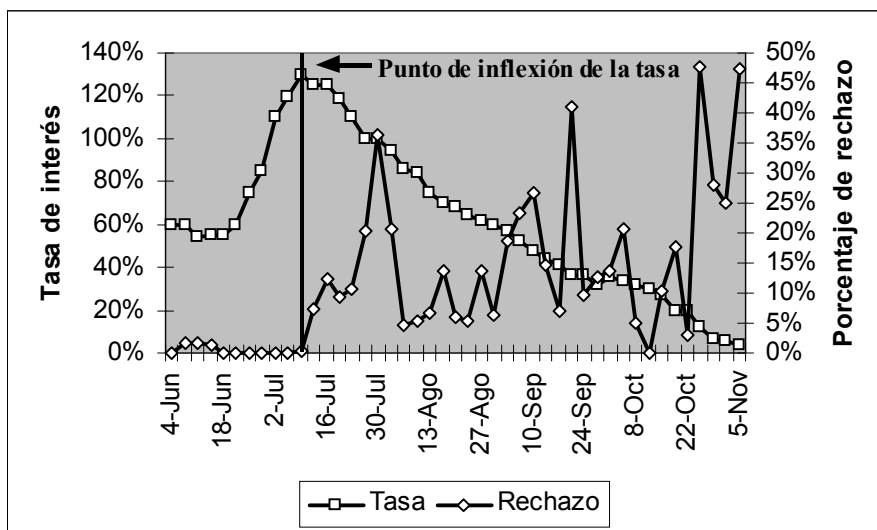


Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico e información del BCRA.

Uno de los factores que contribuyó a la regulación de las tasas de interés fue la política del BCRA de no aceptar todos los fondos que le ofrecían los agentes en el mercado a los rendimientos que estos pedían. La información sobre los montos rechazados por el BCRA (no disponible en las estadísticas del BCRA) sólo se pudo recopilar desde el mes de junio pasado a partir de los comunicados de prensa de la autoridad monetaria, aunque ella es bastante significativa, como se aprecia en el *Gráfico 9*.

Como se ve, hasta julio no hubo rechazo de ofertas por parte del BCRA. A partir de esa fecha, aparece la tasa de corte y ya a fines de ese mes, el Banco llega a rechazar el 35% de las ofertas, una cifra que no se vuelve a repetir hasta setiembre (con un 40% de rechazo) y octubre (con 47% de los montos rechazados). No está de más señalar que a partir del momento de la aplicación de la tasa de corte, la tasa de mercado baja de manera continua, como ya se había señalado en el Gráfico previo.

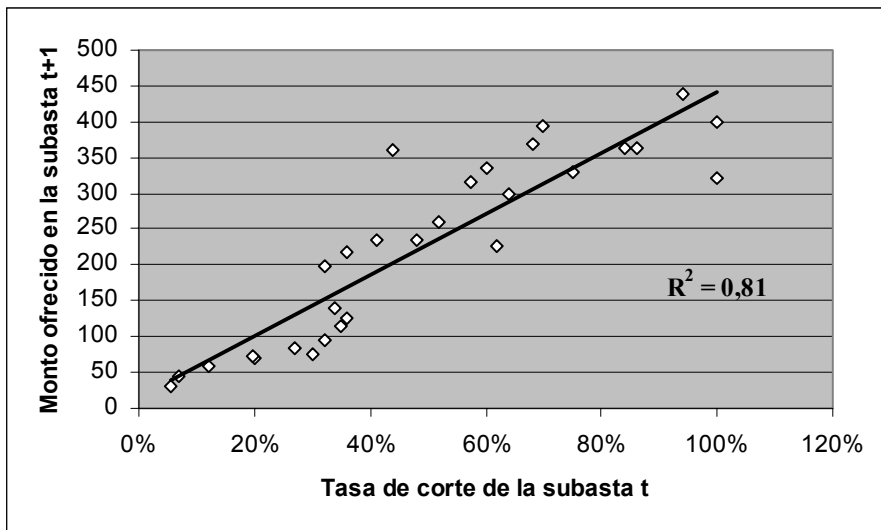
Gráfico 9. Ofertas rechazadas (en porcentaje) y tasas de interés de las Lebac a 14 días.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico e información del BCRA.

La baja de la tasa de interés se explica por la conjunción de dos factores. Por un lado el BCRA al rechazar ofertas puede aceptar menores montos a los fines de reducir las tasas. Por otro lado, el comportamiento del mercado sugiere que hubo acciones y respuestas dinámicas por parte de los oferentes en ese período que fueron acomodando las tasas a los resultados ya observados. En efecto, se verifica que la oferta de montos en cada licitación es dependiente de la tasa de corte decidida en la anterior. Como se ve en el *Gráfico 10*, la relación es obvia: hay una fuerte correlación positiva entre la oferta de fondos y la tasa aceptada en la operación previa. En otras palabras, la tasa de corte anterior sugiere el precio que el BCRA estaría dispuesto a pagar y ello condiciona la

Gráfico 10. Comparación entre la oferta de Lebac a 14 días y la tasa de interés de la operación previa. Período desde el 1-8-2002 hasta el 5-11-2002.



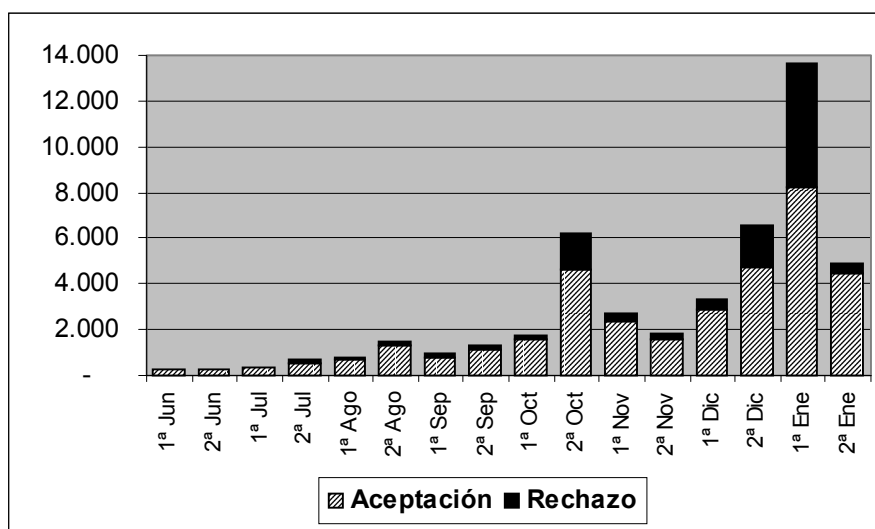
Fuente: Elaboración propia sobre la base del BCRA

conducta de los agentes (acomodando sus demandas a ese valor de referencia o no actuando como oferentes de fondos en la subasta siguiente).

Montos aceptados y rechazados de Lebac en pesos

Las dificultades para analizar el conjunto de las operaciones en Lebac parten de las diferencias de plazos de cada emisión. De todos modos, como se señaló más arriba, se puede simplificar el problema si se acepta que una Lebac de un peso a seis meses equivale a seis colocaciones de Lebac de un peso a un mes (que se suceden de manera consecutiva en ese mismo período). Este criterio permite analizar de modo conjunto todas las colocaciones de Lebac en pesos y los montos rechazados (siempre para las operaciones en pesos), como se exhibe en el *Gráfico 11*.

Gráfico 11. Montos aceptados y rechazados de Lebac por quincena.
En millones de pesos para operaciones equivalentes entre junio y enero.



Fuente: Elaboración propia sobre la base del BCRA

Con este criterio, resulta que el primer mes del año 2003 fue el de mayor colocación y mayor rechazo de estos títulos. La suma de los montos aceptados y rechazados son equivalentes a los montos ofertados. En este sentido, durante el mes de enero de 2003 el BCRA recibió ofertas récord por Lebac en pesos, equivalentes a más de 18.500 millones de pesos de Lebac a un mes. Durante el mismo mes, el BCRA se dio el privilegio de rechazar ofertas por un monto equivalente a casi 5.900 millones de pesos. La magnitud de los rechazos sugiere, al mismo tiempo, que hay oferta disponible en el mercado que puede captarse en función de las tasas aceptadas y que el mecanismo no está agotado y puede seguir utilizándose para absorber dinero en el mercado (a un costo para el BCRA).

Sin embargo, no debe pasarse por alto que la segunda quincena enero no mostró resultados tan positivos como la primera.

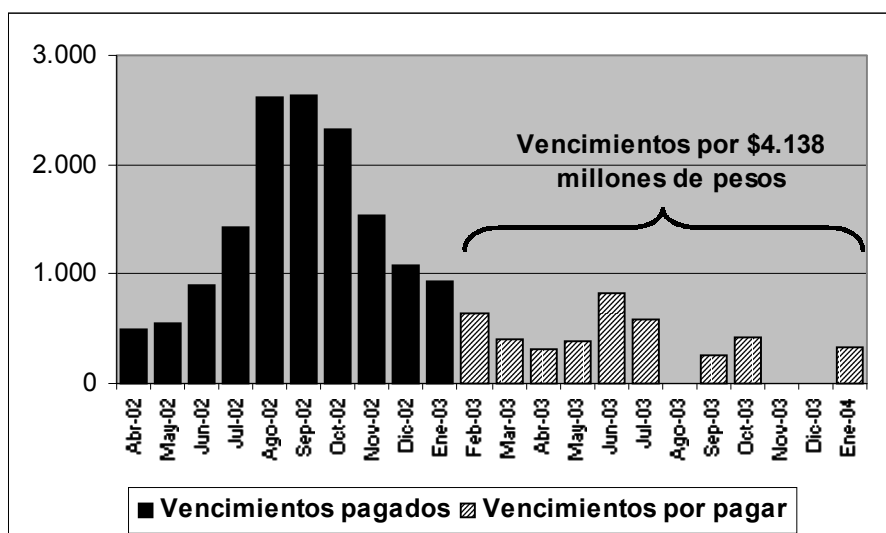
Perfil de vencimiento de las Lebac en pesos

Los futuros vencimientos de Lebac van a obligar al BCRA a entregar fondos al mercado, salvo que pueda colocar, simultáneamente, nuevos títulos entre los agentes involucrados. En otras palabras, esos vencimientos señalan los

montos mínimos que habría que colocar para que el stock ya distribuido se mantenga igual; sólo si el BCRA puede colocar un monto mayor podrá absorber más dinero en el mercado.

El *Gráfico 12* presenta el perfil de vencimientos de las Lebac en pesos desde el año 2002 para facilitar la comparación. Las colocaciones realizadas, aún no rescatadas, con vencimientos durante los próximos 12 meses (incluyendo los intereses a devengar) ascienden a 4.138 millones de pesos. El mes con mayor concentración de vencimientos en 2003 es junio, con un monto superior a 800 millones de pesos; la cifra es importante pero menor a los vencimientos de los últimos 8 meses gracias a los mayores plazos obtenidos en el ínterin. Los vencimientos, en líneas generales se encuentran bien distribuidos y se ubican debajo, en general, de los niveles de las colocaciones históricas.

Gráfico 12. Perfil de vencimiento de las colocaciones de Lebac en pesos
En millones de pesos (incluyendo intereses).



Fuente: Elaboración propia sobre la base del BCRA

Conclusiones y perspectivas

A lo largo de todo el 2002, el BCRA fue formulando, junto con la experiencia de las reacciones del mercado, las pautas para la colocación de Lebac en todo lo que se refiere a montos, tasas, moneda y/o criterios de ajuste. Esa política fue forjando las condiciones para este nuevo instrumento, cuya magnitud todavía es pequeña pero significativa, que puede contribuir a regular la liquidez y la tasa de interés en el mercado. El sistema muestra diversos desafíos aunque ya señala la posibilidad de reconstruir los instrumentos necesarios y deseados para que el país disponga de una política monetaria luego del prolongado “cepo” que instaló la convertibilidad.

Desde sus orígenes, el mercado de las Lebac mostró una evolución favorable. Con el transcurso de los meses, y como respuesta a una política implementada por el BCRA, las Lebac en pesos comenzaron a ganar protagonismo. A fines de junio de 2002, el stock de Lebac en pesos sólo representaba poco más del 30% del total emitido, mientras que ahora ocurre la situación inversa, con casi el 80% del stock denominado en moneda local.

La autoridad monetaria logró paulatinamente extender los plazos de las letras alcanzando, de esta forma, un perfil de vencimientos más extenso, resultado

que le permitiría al BCRA afrontar sin inconvenientes su rescate o cambio por otros títulos. Una consecuencia directa de este proceso reside en la reducción de los vencimientos mensuales que, a su vez, exige menores colocaciones para financiarlos. Como se señaló más arriba, la reducción de las colocaciones nominales no es un indicador suficiente del grado de saturación del mercado.

Las tasas de interés, en términos agregados, cayeron pero en menor proporción que las tasas de cada letra en particular. Este fenómeno se explica por la aparición de plazos nuevos y más prolongados que ofrecen mejores rendimientos que los cortos. Actualmente, la cartera de las Lebac en pesos le presenta al BCRA un costo anual poco superior al 20%, rendimiento que parece relativamente bajo si se considera que la inflación prevista para el 2003 estaría en torno a dicha magnitud.

Las perspectivas de las Lebac en pesos indican que el BCRA no debería tener problemas para refinanciar los vencimientos con nuevas colocaciones. Si la autoridad monetaria continua recibiendo ofertas en las magnitudes verificadas durante los últimos meses, tendría bastante margen para retirar liquidez del mercado. Sin embargo, dichas colocaciones netas no serían de una dimensión suficiente como para ampliar los márgenes de maniobra del BCRA frente a otros objetivos deseables como, por ejemplo, incrementar significativamente las reservas del BCRA sin inyectar más circulante. Como el stock actual de Lebac es apenas superior al equivalente de 1.000 millones de dólares, aumentar las reservas, neutralizando el efecto monetario por este mecanismo, no ofrece una facilidad significativa en el corto plazo. Por otra parte, conviene recordar que los principales compradores de las Lebac son bancos que no disponen de fondos ilimitados y que, a los fines de reactivar la economía, deberían utilizar sus recursos líquidos para otorgar créditos al sector privado.

El CESP (Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina) fue creado en 2001 por el Rector de la Universidad de Buenos Aires, como parte integrante del Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas. Su propósito consiste en realizar estudios e investigaciones sobre la economía argentina, con el objeto de contribuir al conocimiento de su situación real y sus perspectivas de mediano plazo. Su director es Jorge Schvarzer, uno de los autores de este trabajo.