Noemí Brenta

Lebac o inversion productiva

Las políticas del Banco Central para contener la inflación generan distorsiones que afectan al sector productivo. Los inversores buscan rentas en los circuitos financieros y el sector productivo se ve postergado.

La estabilidad monetaria y financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social, son las cuatro finalidades del Banco Central argentino (BCRA), según su Carta Orgánica. Sin embargo, las tasas de interés siderales, el uso y abuso de las LEBAC, combinados con la desregulación de los movimientos de capitales y el acelerado endeudamiento externo, empujan en la dirección opuesta. La inflación persiste, la especulación financiera volvió al centro de la escena económica, el empleo se deteriora y la inequidad social se profundiza. Esto no es solo resultado de las medidas monetarias sino de la orientación general de las políticas oficiales.

La gestión actual del BCRA declaró que la estabilidad del valor interno del peso argentino es su único objetivo, y procura reducir la inflación a través de medidas monetarias, suponiendo que las alzas de los precios obedecen sobre todo a los excesos de liquidez. Pero la inflación ya ocurrida de enero a agosto muestra que la anual será sustancialmente mayor que la meta del BCRA, mientras que su principal herramienta, las LEBAC, se ha multiplicado como los baldes y escobas del aprendiz de brujo, sumando incertidumbre.

LOS PRECIOS META DEL BCRA: LA INFLACIÓN NÚCLEO

En septiembre de 2016 la entidad lanzó una política de metas de inflación, y 2017 será el primer año completo bajo este régimen, en el que el BCRA anuncia la inflación anual a la que aspira, y aplica medidas que estima llevarán a esas metas. Por ejemplo, para 2017 el objetivo de inflación interanual anunciado fue de 12 a 17%, de diciembre a diciembre.

Aun cuando a juicio del BCRA la inflación se debe al exceso de dinero en poder del público[1] –que por lo tanto gastaría demasiado presionando a la suba de los precios[2]-, sabe que algunos precios escapan a su influencia. Por ejemplo, cuando los aumentos de las tarifas de energía, impactan en los costos y se trasladan a los precios, poco puede hacer el BCRA para evitarlo. Tampoco puede controlar otros factores que influyen sobre la inflación, como las estacionalidades de la fruta, la verdura y la ropa de temporada; los acuerdos en los sectores concentrados para retacear oferta o manipular los precios; los aumentos de costos, incluidos los financieros, y las causas estructurales e inerciales de la inflación.

El BCRA tampoco puede controlar del todo las fluctuaciones del el tipo de cambio, que en Argentina se transmiten muy rápido a los precios, aunque el régimen cambiario también es competencia de la entidad.

En juego con la política de metas de inflación, el nuevo índice de precios al consumidor del INDEC distingue la incidencia de los precios regulados, como las tarifas de servicios públicos, combustibles, medicina prepaga, etc., de los precios estacionales; y de los demás precios, y denomina a esta última la inflación núcleo, que contiene el 69,9% de los productos de la canasta del consumidor[3]. Por ejemplo, entre julio de 2017 y diciembre de 2016 los precios regulados aumentaron mucho más que los estacionales y los del núcleo y (19,4%, 10,6% y 12,6%, respectivamente, Cuadro 1), arrojando una inflación nacional de 13,8% de enero a julio, y un 21,5% interanual, de julio a julio. Una parte de estos aumentos –los estacionales y regulados- escapaba al alcance de las políticas del BCRA, que apunta a la inflación núcleo como objetivo a reducir. Esta distinción es puramente analítica, ya que los consumidores perciben la inflación como un todo que erosiona su capacidad de compra y reduce

CUADRO 1

Argentina + Índice de Precios al Consumidor

Julio 2017 respecto a Diciembre de 2016

Precios de Bienes y servicios	Variación %
Regulados	19,4
Estacionales	10,6
Los demás (núcleo)	12,6
Inflación total a julio de 2017	13,8
Metas de inflación año 2017	12-17%

Fuente: INDEC, Índice de Precios al Consumidor, julio de 2017.

las ventas de las empresas al mercado interno, destino del 80% de la producción argentina.

LAS HERRAMIENTAS ANTIINFLACIONARIOS DEL BCRA: TASAS ALTAS Y LEBAC

Si la inflación es mayor que la meta del BCRA, la entidad sube la tasa de interés[4] y retira pesos del mercado, principalmente a través de las LEBAC. Estas son títulos de deuda del BCRA a corto plazo que casi cualquier persona física o jurídica, nacional o extranjera, puede comprar, directamente o a través de agentes de bolsa, en el mercado primario de emisión o en el secundario de reventa. La emisión de LEBAC aumenta los pasivos del BCRA, y sus intereses se contabilizan como pérdidas de la entidad en su estado de resultados.

Mantener tasas de interés altas en este instrumento en pesos también estabiliza el tipo de cambio, al costo de sobrevaluar la moneda doméstica y abaratar las importaciones, con el consiguiente perjuicio para la industria nacional.

Desde el inicio del régimen de metas, la inflación real superó siempre la anunciada, por eso el BCRA mantuvo las tasas de interés reales elevadas, y fue aumentando el stock de LEBAC, a montos que hoy superan 10 por ciento del PBI, todo el circulante en poder del público más los saldos de los bancos en el BCRA, y también son mayores que las reservas internacionales. Este pasivo del BCRA ya alcanzó un tamaño problemático para la economía real y monetaria. Por ejemplo, si en una hipótesis improbable –porque la mitad de las LEBAC está en manos del sector público- todos los tenedores de LEBAC quisieran pasarse a dólares no habrían suficientes divisas. Por otro lado, las tasas de interés permanentemente altas enfrían la actividad económica, encarecen el capital de trabajo y contribuyen a mantener ociosa buena parte de la capacidad industrial; desviando fondos hacia la especulación. También, conjugado con la caída de las tasas que pagan los depósitos a plazos (Gráfico 2), las LEBAC desplazan una fuente de fondeo de los bancos, lo que a su vez reduce su rol de intermediarios entre el ahorro y la inversión. El BCRA paga la deuda en LEBAC a medida que vence, pero estos pagos ponen de nuevo dinero en circulación, que el BCRA vuelve a retirar emitiendo más deuda, en un espiral sin fin.

LEBACS, UN POCO DE HISTORIA

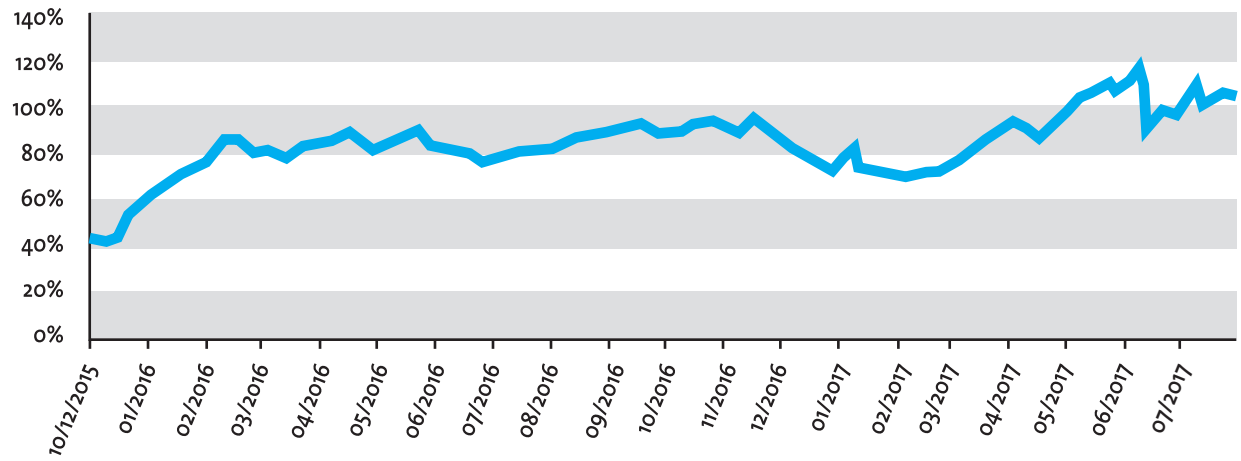
La política de metas de inflación cambió el rol de las LEBAC tal como fue concebido en sus orígenes. Las Letras del Banco Central nacieron en marzo de 2002, en el marco del esquema monetario implementado tras la dramática crisis de 2001. Mientras que en la convertibilidad la política monetaria era pasiva, es decir que la cantidad de dinero dependía de la entrada y salida de divisas en el BCRA, finalizado ese régimen, fue necesario reimplantar instrumentos para regular la liquidez y fijar una tasa de interés de referencia. Con estos objetivos el BCRA comenzó a ofertar LEBAC en pesos, en dólares y en pesos ajustables por CER, estas últimas cesadas en agosto de 2005.

Así que fue desde 2002 el Programa Monetario del BCRA incluyó las LEBAC como herramienta de absorción, y también se creó un mercado secundario que las dotó de mayor liquidez. Las LEBAC se convirtieron en alternativas de inversión atractivas, y sus tasas en referencia de los mercados financieros. Sus plazos se alargaron a dos años, y el BCRA en 2003 empezó a emitir otro título de deuda, las Notas del Banco Central o NOBAC, a tres años de plazo. Estos títulos pasaron a ser una de las principales aplicaciones de la liquidez excedente de los bancos y de los fondos de los inversores institucionales que operan en el mercado local. En los años de superávit comercial el BCRA aplicó estos y otros instrumentos para esterilizar la expansión monetaria proveniente de su compra de divisas y acumulación de reservas, aunque los montos de NOBAC superaron a los de LEBAC, con el consiguiente alargamiento del perfil de esta deuda.

A partir de la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos en la segunda mitad de 2007, que se propagó a todo el mundo como una gran recesión, el BCRA redujo las colocaciones de LEBAC a fin de mejorar la liquidez y de aumentar el financiamiento al sector privado. También se restringió su tenencia a residentes en el exterior, y se fortaleció su funcionamiento para la regulación monetaria. Cuando la crisis se agudizó, en 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, el BCRA

GRÁFICO 1

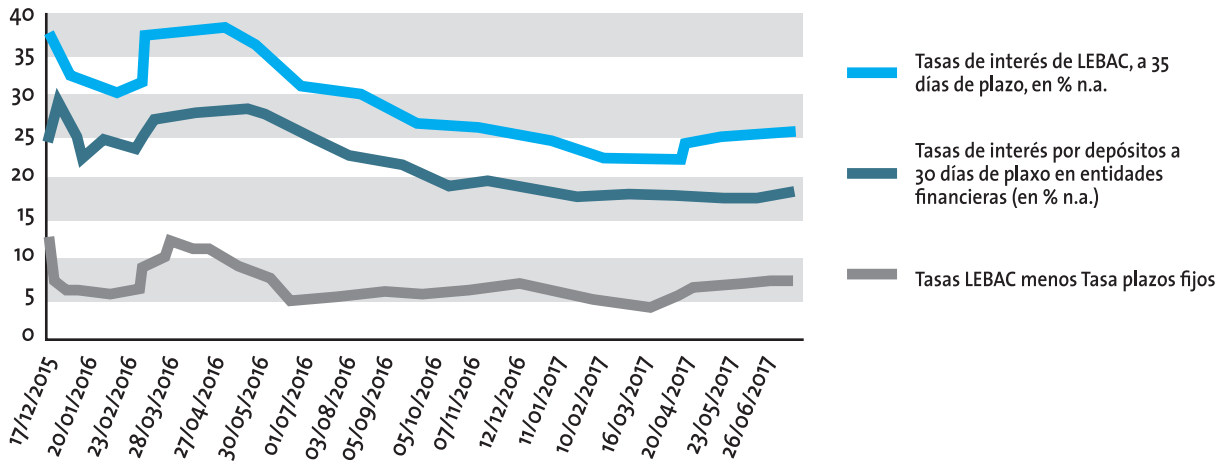
LEBACS como % de la Base Monetaria - 31/11/15 al 8/8/17



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

GRÁFICO 2

Argentina - Tasas de interés LEBAC a 35 días, depósitos a 30 días, y diferencia entre ambas - Diciembre 2015 a junio 2017



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

aceleró la recompra de LEBAC para aumentar la liquidez.

En 2010 los bancos eran los principales tenedores de LEBAC y NOBAC, seguidos por las compañías de seguros. Asimismo el BCRA flexibilizó los requisitos la tenencia de estos títulos. El BCRA diversificó la colocación de LEBAC como esterilizador con la compra de títulos públicos, en 2011. En el año siguiente, en vistas de la elevada liquidez presente en el mercado y la demanda intensa de los instrumentos del BCRA por parte de las entidades financieras, se modificó la metodología de adjudicación para las LEBAC de cortísimo plazo, para incentivar la captación de depósitos a plazo fijo del sector privado. El 10 de diciembre de 2015, cuando se produjo el cambio de gobierno, el stock de LEBAC alcanzaba al 43% de la base monetaria, y 265 mil millones de pesos. A principios de agosto de 2017 suma 910 mil millones de pesos, más del triple.

LAS LEBAC Y LA INVERSIÓN PRODUCTIVA

La inversión productiva es el gasto en bienes y servicios que incrementa la capacidad de producción de una economía, por este motivo también se la denomina formación de capital, o inversión real. Esta incluye todo tipo de construcción; la incorporación de equipo durable de producción nacional o importado, como maquinarias y material de transporte; y también los gastos en prospección y exploración minera. Se trata de un concepto específico y diferente de la inversión financiera, esta última solo busca hacer dinero con dinero sin pasar por esfera de la producción. También hay que diferenciar la inversión real de la inversión extranjera, que es de carácter productivo solo si aumenta la capacidad de producir bienes y servicios, pero no si es el mero cambio de un titular nacional por otro extranjero, a través de la adquisición de activos ya existentes, tales como empresas, tierras, inmuebles, etc.

Dos factores principales influyen en la inversión productiva privada, estos son las tasas de interés y la marcha general de la economía. En Argentina en 2016 la inversión productiva cayó un 5% respecto al año anterior, incluyendo la pública y la privada, ya que los datos disponibles no distinguen una de otra. Aunque en 2017 no se dispone de información oficial para el primer semestre, el aumento del gasto en las obras públicas muestra un envión en torno al 3%, anticipado en el presupuesto nacional de este año. Sin embargo, la capacidad industrial ociosa todavía es elevada (67% promedio), y excepto en los sectores impulsados por la situación más favorable de la agroexportación y la construcción, es difícil que la formación de capital nuevo se tonifique, al nivel de tasas de interés sostenido por las políticas del BCRA, que solo faculta proyectos de elevadísima rentabilidad. Sin mencionar la debilidad del consumo privado, que continúa cayendo.

CONCLUSIÓN

En síntesis, la absorción de pesos vía Lebacs para controlar la inflación tiene un alto costo cuasifiscal y en la economía real. El sostenimiento por períodos prolongados del juego financiero de emisión de letras y aumento de tasas, provoca serios problemas en el sector industrial y productivo en general. Los recursos que se destinan al negocio financiero se restan de inversión en el circuito productivo, ya que no se destina a inversiones en infraestructura o a financiamiento de actividades productivas que creen empleo, etc.

En definitiva, los procesos rentísticos como los mencionados desvían capitales productivos, desfinanciando a la industria nacional y debilitando la economía. ■

REFERENCIAS

1. El BCRA afirma que si la base y los agregados monetarios (los M, oferta monetaria) aumentan la liquidez adicional a las necesidades de liquidez (demanda monetaria), ese exceso será absorbido por el BCRA. Es decir que se encarga de absorber los excedentes de oferta de dinero porque supone que son inflacionarios, ya que esta liquidez excesiva se destinará a gastar.
2. Este supuesto asume una oferta rígida de bienes, que no es posible aumentar porque es la máxima posible.
3. Los bienes y servicios con precios regulados representan el 19,4% de la canasta total del IPC; y los que tienen comportamiento estacional el 10,8%; los restantes suman el 69,9%. Fuente: INDEC, Metodología para la medición de la inflación núcleo en la Argentina, CABA, 2016.
4. La tasa de referencia que fija el BCRA es la de los préstamos a muy corto plazo que toma y recibe de los bancos, llamados pases.