

# **El rol de las Letras del Banco Central en los últimos 20 años de Política Monetaria Argentina**

Jorge Carrera, Gaspar Maciel y Esteban Rodríguez<sup>1 2</sup>

**LVI Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política**

**Noviembre, 2021**

## **Resumen**

Este trabajo se concentra en la instrumentación de la política monetaria del BCRA desde fines de la convertibilidad hasta el presente. En este proceso, la emisión de pasivos remunerados fue un elemento central que le brindó autonomía operativa al BCRA para cumplir sus objetivos en el marco de contextos macroeconómicos y regímenes monetarios y cambiarios diversos. A los fines de recuperar esta historia, la cual deja muchas lecciones para el presente y futuro cercano, se hace un repaso detallado de las distintas modificaciones normativas que fueron introduciéndose sobre estos instrumentos, caracterizando el rol de las mismas dentro de la política monetaria de cada momento.

## **Abstract**

This article focuses on the implementation of the BCRA's monetary policy from the end of convertibility regime to the present. The issuance of interest-bearing liabilities was a central element that gave the BCRA operational autonomy to meet its objectives within diverse macroeconomic contexts and monetary and exchange rate regimes. To review this history, which leaves many lessons for the present and near future, we made a detailed review of the different regulatory changes that were introduced on these instruments, determining their role within the monetary policy of each moment.

**Palabras Clave:** Política Monetaria, Banco Central, Pasivos Remunerados

**Key Words:** Monetary Policy, Central Bank, Interest-bearing liabilities

**JEL:** E52, E58.

---

<sup>1</sup> Jorge Carrera pertenece al CONICET, UNLP y BCRA, Gaspar Maciel y Esteban Rodríguez pertenecen al BCRA. Las opiniones vertidas son propias de los autores y no reflejan necesariamente las instituciones de pertenencia.

<sup>2</sup> Se agradece a Fernando Toledo por los comentarios realizados a una versión previa de este trabajo. Cualquier error que pudiera contener la versión actual es responsabilidad de los autores.

## **Índice**

- 1. Introducción**
- 2. La evolución de los títulos del BCRA y del marco normativo**
  - 2.1. Las LEBAC**
    - 2.1.1. Principales características técnicas**
    - 2.1.2. Tipos de LEBAC**
  - 2.2. Las NOBAC**
  - 2.3. LEBAC en dólares y ajustables por tipo de cambio**
  - 2.4. Cambios normativos: tipo de tenedores y modalidad de colocación primaria**
    - 2.4.1. Tipo de tenedor y residencia**
- 3. Los instrumentos del BCRA en cada contexto macroeconómico**
  - 3.1. Las LEBAC en sus inicios: Origen en la crisis del año 2002**
  - 3.2. El uso de los instrumentos en el esquema de administración de agregados monetarios**
  - 3.3. Las LEBAC en el régimen de metas de inflación**
  - 3.4. Crisis cambiaria y abandono de las LEBAC**
  - 3.5. De las LEBAC a las LELIQ**
- 4. Conclusión**

## **Referencias**

**Anexo 1. Principales plazos de emisión de las LEBAC**

**Anexo 2. Modificaciones normativas**

## **1. Introducción**

Desde la salida del régimen de convertibilidad, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) recurrió a la emisión de títulos propios con el objetivo de conducir su política monetaria. En este proceso se destaca la emisión de LEBAC (Letras del Banco Central), NOBAC (Notas del Banco Central) y, finalmente, las LELIQ (Letras de Liquidez). Todos estos han sido instrumentos que brindaron autonomía operativa a la entidad monetaria.

Estos grandes grupos de títulos tomaron formas muy distintas a lo largo del tiempo y no siempre existió una preponderancia clara de uno sobre otro. Sin embargo, la especie de las LEBAC en pesos fue la única cuya presencia se extendió durante todo el período 2002-2018, constituyéndose en el principal canal de esterilización monetaria del BCRA. Durante sus 17 años de vigencia se consolidó como el instrumento de referencia del sistema financiero. Debido a que se trató de títulos a tasa fija denominados en moneda doméstica, con bajo riesgo relativo de default y cuyos vencimientos iban de corto a mediano plazo, permitieron la construcción de una curva de rendimientos en moneda local. Más allá de algunos cambios normativos específicos, las LELIQ heredaron este rol desde fines de 2018.

Durante períodos más breves, las LEBAC en pesos convivieron con letras de otras características: denominadas en dólares, denominadas en pesos con ajuste por tipo de cambio y denominadas en pesos ajustables por CER (es decir, por inflación). Simultáneamente, surgieron las Notas a mediano plazo denominadas en pesos, tanto en sus versiones a tasa fija como a tasa variable o con ajuste CER. Esta variedad de instrumentos, que obedeció a los diversos objetivos de política y los contextos cambiantes de la economía argentina.

En términos de instrumentos de esterilización monetaria, en una primera etapa la emisión de letras se realizó con el objetivo de estabilizar el tipo de cambio y absorber los excesos de liquidez como resultado del salvataje del sistema financiero, en una economía signada por la salida de la convertibilidad. Con el correr de los años, los títulos emitidos por el BCRA se utilizaron para esterilizar las expansiones monetarias resultantes de la compra de reservas, ya sea por superávit comercial, ingreso de capitales o deuda pública en dólares, como también para absorber los excedentes generados por el financiamiento monetario al Tesoro. Asimismo, esta política de esterilización no fue uniforme en el tiempo, existiendo períodos en los que la misma fue más activa y otros en los cuales se convalidó un incremento en la cantidad de dinero.

En un trabajo previo (Carrera, et al. 2020) discutimos las semejanzas y diferencias entre un banco central que opera con títulos de deuda propios y aquel que lo hace con títulos del Tesoro. Allí también analizamos las políticas de esterilización del período 2002-2018 pero con una perspectiva de las hojas de balance de los agentes involucrados. En este trabajo se aspira a profundizar en las características específicas de los instrumentos utilizados y en las sucesivas modificaciones en la normativa. En particular, se hizo una extensiva búsqueda de las distintas comunicaciones emitidas por el BCRA, lo cual creemos puede servir de referencia para futuras investigaciones.

El artículo se estructura en dos grandes partes. La sección 2 está dedicada a analizar los títulos emitidos por el BCRA desde el punto de vista de sus características técnicas, del marco normativo y, en particular, a cómo fue evolucionando la composición del tipo de tenedores de estos títulos. En la sección 3 se analizan los títulos del BCRA desde la perspectiva de la evolución del contexto macroeconómico. Finalmente, en la sección 4 se presentan las principales conclusiones del trabajo.

## **2. La evolución de los títulos del BCRA y del marco normativo**

### **2.1. Las LEBAC**

#### **2.1.1. Principales características técnicas**

Las Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC) fueron instrumentos de deuda de corto y mediano plazo emitidos por el BCRA periódicamente. Fueron creadas en marzo de 2002, en el contexto de la profunda crisis posterior al colapso del régimen de convertibilidad. En ese momento, los bonos soberanos se encontraban en default, por lo que no existía un mercado secundario de deuda pública en donde el Banco Central pudiera intervenir. Usar deuda propia contribuía a caracterizar al BCRA, cuya deuda no se encontraba en default, como una persona jurídica independiente al Tesoro. De esta manera, el 12 de marzo de 2002 se anunció la primera licitación pública de LEBAC en pesos y atadas a la evolución del dólar a 7 días. La última emisión de estas letras se realizó el 20 de noviembre de 2018, mientras el 18 de diciembre del mismo año se abonó el último vencimiento.

Se caracterizaron por tener pago total y único al vencimiento, es decir, fueron instrumentos de tipo “bullet” o bono cupón cero, de manera que el rendimiento se obtenía a partir de la tasa implícita en el precio de emisión del título. Con el tiempo se convirtieron en unas de las herramientas de política monetaria más importantes del Banco Central.

Tradicionalmente el tipo de subasta para la adjudicación primaria fue el sistema holandés<sup>3</sup>, es decir, por precio único, y se realizó mediante el Sistema de Operaciones Electrónicas (SIOPEL) del Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE). Dada la modalidad de colocación de estas letras, quien ingresaba en la licitación no sabía si podría concretar la adjudicación ni qué tasa de interés recibiría en caso de hacerlo. Al cierre de la subasta, quienes hubieran ofrecido precios superando el precio de reserva elegido por el BCRA obtendrían las LEBAC al mínimo precio de oferta aceptado.

---

<sup>3</sup> Es un mecanismo para la adjudicación de ofertas en una licitación mediante el cual las ofertas recibidas se ordenan en orden creciente según el precio propuesto. Las posturas se adjudican comenzando con las ofertas que soliciten el mayor precio, y continuando hasta agotar la totalidad de los títulos disponibles. En este sistema la adjudicación se realiza a un precio único, el menor precio aceptado, que es de aplicación para todas las ofertas aceptadas. Dicho precio y la correspondiente tasa implícita, se denominan precio y tasa de corte, respectivamente.

Las licitaciones, y sus características, fueron anunciadas a través de Comunicaciones “B”. Existieron dos tramos en cada subasta, uno competitivo (también denominado mayorista) y otro no competitivo. Si bien desde el surgimiento de los títulos emitidos por el BCRA se introdujeron modificaciones a los participantes permitidos en cada tramo, a partir de la Comunicación B7621 de diciembre de 2002 se estableció que en el tramo competitivo podían participar entidades financieras y cambiarias, Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Fondos Comunes de Inversión, A.R.T., Compañías de Seguros, y personas humanas o jurídicas con posturas mínimas por un importe superior a los VN 1.000.000 según moneda de denominación del título a licitar. En este tramo se definía el precio de corte que se aplicaba a todas las posturas aceptadas en ambos tramos. En el tramo no competitivo, por su parte, podían participar las personas humanas y jurídicas no incluidas en el tramo competitivo<sup>4</sup>.

Las presentaciones y los certificados de las LEBAC se registrarían en la Central de Registración y Liquidación de Instrumentos de Endeudamiento Público (CRyL). Las entidades financieras realizarían el pago mediante débito en las cuentas que cada entidad tiene con el BCRA. Al cierre de cada licitación el BCRA publicaría los resultados del mercado primario, con tasas de corte y montos adjudicados en los diferentes plazos y el saldo acumulado.

Vale destacar que existió un período en el cual este sistema de adjudicación competitivo se complementó con otro en el que el BCRA fijaba el precio de las especies y las adjudicaba a las entidades financieras en función de su captación de depósitos a plazo fijo.

El precio de las LEBAC, al ser un instrumento a descuento, surgía de la siguiente ecuación<sup>5</sup>:

$$\text{Precio} = \frac{1}{1 + T * \frac{P}{365}}$$

Donde T es la tasa nominal anual (TNA) ofrecida con base 365 días y P el plazo de la letra en días corridos.

### **2.1.2. Tipos de LEBAC**

A lo largo de los años existieron diversos tipos de LEBAC. La flexibilidad de este instrumento no sólo se puede apreciar en los diversos usos que se le dio en el marco de distintos regímenes de política monetaria, sino también en las distintas formas de emisión y negociación.

En efecto, a lo largo del tiempo existieron LEBAC desde los 7 días de plazo hasta los 763 días. Las colocaciones a un plazo semanal fueron características de los inicios de la letra. En el año 2002, en plena crisis económica, el Banco Central lanzó las LEBAC con el objetivo de contar con

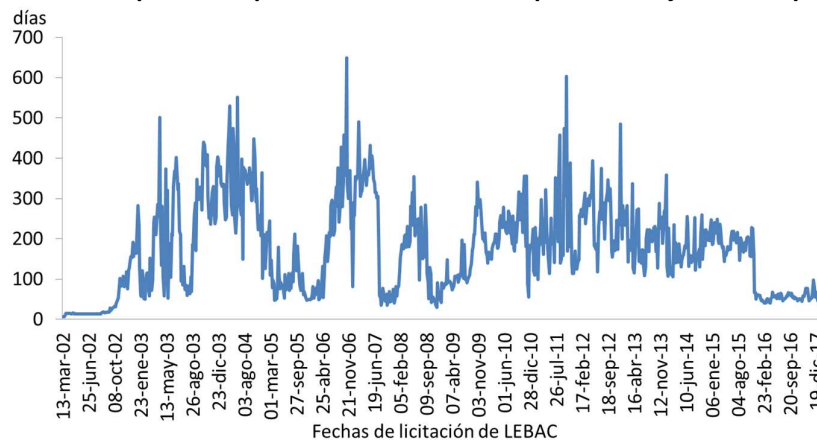
---

<sup>4</sup> A partir del 28 de diciembre de 2015, con la Comunicación A 5865, cambió el esquema de subasta de letras y notas del BCRA. El tramo competitivo estuvo abierto para cualquier agente (persona humana o jurídica) con posturas mínimas de VN 1.000.000, dejando para el tramo no competitivo las posturas por un monto inferior de dicho valor.

<sup>5</sup> Según Comunicación B 7543, en la que se determinan las principales características de la emisión y negociación de las LEBAC.

un instrumento que le permitiera operar en el mercado monetario y fijar una tasa de referencia. La elevada incertidumbre de aquel entonces motivó que las primeras colocaciones fueran a un plazo muy corto, entre 7 y 15 días. No obstante, la mayor estabilidad macroeconómica permitió que el plazo de las letras licitadas en cada oportunidad fuera incrementándose progresivamente. Lo usual era que en cada licitación se ofrecieran títulos a distinto plazo, por lo que puede calcularse un plazo promedio ponderado por volumen de cada emisión. Hasta diciembre de 2015 esta medida de plazo promedio ponderado fue cambiante, ubicándose el promedio en torno a los 200 días. Posteriormente, el promedio del plazo de las LEBAC en el mercado primario se redujo considerablemente, a un plazo promedio de 55 días (ver Gráfico 1).

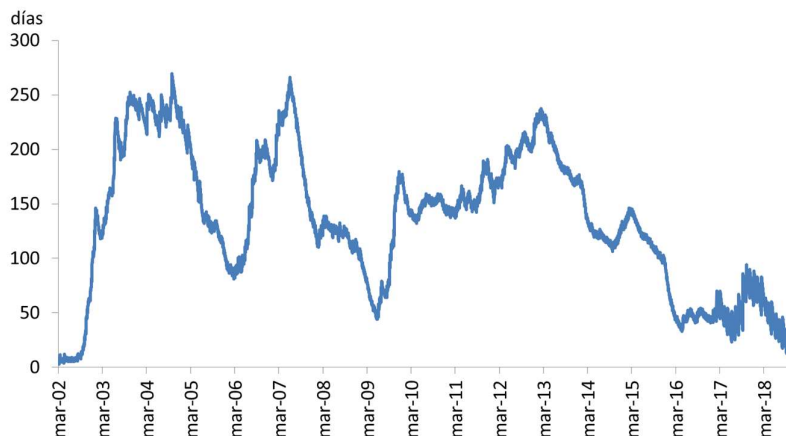
**Gráfico 1. Plazo promedio ponderado de LEBAC en pesos en adjudicación primaria**



Fuente: BCRA

Lo anterior determinaría un cambio en el perfil de las letras a partir de 2016 y una concentración de los pasivos del BC en el tramo de corto plazo. Como consecuencia del cambio en el plazo de colocación de las LEBAC, la vida promedio del stock se ubicaría en mínimos, manteniéndose relativamente estable hasta la cancelación de las letras en 2018 (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2. Vida promedio del stock de LEBAC**



Fuente: BCRA

Por otro lado, la flexibilidad de las LEBAC se observó también en la moneda de denominación y el tipo de ajuste. Si bien durante la mayor parte del tiempo predominaron las especies en pesos, también existieron con ajuste CER, en dólares y ajustables según el valor del tipo de cambio. Durante el año 2002, y como consecuencia de la elevada incertidumbre, las especies ajustables por el tipo de cambio respecto al dólar tuvieron una participación significativa, aunque luego disminuyó su relevancia a partir de la mayor confianza y estabilidad macroeconómica.

Luego de 6 meses con emisiones periódicas de LEBAC en pesos y ajustables según el valor del tipo de cambio, el banco central comenzó un proceso de ampliación del abanico de títulos emitidos con el objetivo de regulación de la cantidad de dinero. Mediante la Comunicación P 44285 del 20 de agosto de 2002, se comunicaron los resultados de la primera emisión<sup>6</sup> de LEBAC con ajuste por CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia, un índice que se ajusta según la evolución del IPC). La mayor estabilidad macroeconómica, el éxito de las LEBAC en pesos como instrumento de regulación monetaria y la necesidad de ampliar la variedad de opciones de inversión en pesos explicarían la decisión de emitir un nuevo título. En cuanto a las demás características (adjudicación mediante sistema holandés, tramos competitivo y no competitivo, título bullet), estos títulos serían similares a las LEBAC en pesos, aunque los plazos fueron en promedio más largos. Este tipo de títulos con ajuste por inflación crecería en importancia hasta 2005, año en el cual se dejarían de licitar nuevas especies.

## **2.2. Las NOBAC**

La tendencia hacia la diversificación de los títulos emitidos por el BCRA iniciada a partir de la emisión de títulos con ajuste CER continuó, y el 1 de diciembre de 2003<sup>7</sup> se lanzaron las Notas del Banco Central de la República Argentina (NOBAC), un tipo de título similar a las LEBAC, pero emitidos a mayor plazo (3 años), con pagos de intereses semestrales y con amortización del principal al vencimiento. Las licitaciones se realizaron con un tramo competitivo, con un límite mínimo de postura, y uno no competitivo, y siguieron las reglamentaciones generales determinadas por la Comunicación B7621, y posteriormente por las Comunicaciones A4715 y modificatorias (que regulaban el tipo de tenedores de las letras y notas del BCRA).

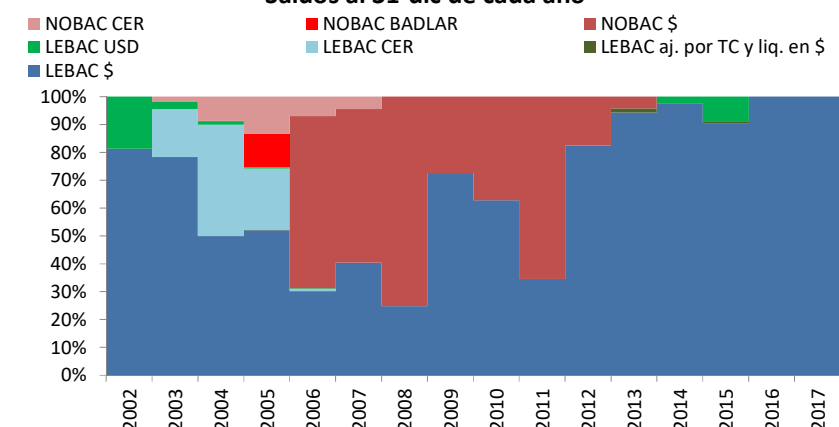
De esta manera, el BCRA continuó ampliando las opciones de inversión en pesos y estirando el plazo promedio de sus pasivos remunerados. Entre el 2003 y 2013 se emitieron NOBAC en pesos, con ajuste CER y a tasa variable BADLAR, y en ciertos años alcanzaron a representar una porción significativa de los títulos emitidos por el Banco Central (ver Gráfico 3).

---

<sup>6</sup> Previamente se habían realizado llamados a licitación para este tipo de letras en los cuales no hubo adjudicación de títulos.

<sup>7</sup> Comunicación B 8064.

**Gráfico 3. Participación de cada tipo de título en el total (en %)**  
**Saldos al 31-dic de cada año**



Nota: no se incluyen las LEBAC emitidas para países pasivos.  
 Fuente: BCRA

La gran participación relativa de las NOBAC en el período 2006-2008, coincide con fuertes compras de reservas del BCRA, las cuales permitieron cancelar en un solo pago el capital adeudado al FMI (aproximadamente 9.800 millones de dólares). Esta compra de reservas tenía como contrapartida una fuerte expansión de la base monetaria, generando un exceso de liquidez estructural. En este sentido, es probable que las NOBAC hayan sido pensadas para realizar una esterilización de más largo plazo, quitándole presión a los vencimientos periódicos de LEBACs.

### 2.3. LEBAC en dólares y ajustables por tipo de cambio

En 2013 y 2014, mediante la Comunicaciones A 5502 y A 56568, se relanzarían las LEBAC Internas en pesos liquidables por el tipo de cambio de referencia, luego de años sin este tipo de letras. No obstante, mientras las primeras emisiones de este tipo de instrumentos en el 2002 se dieron en un contexto de una elevada inestabilidad nominal, donde el único refugio ante la incertidumbre era el dólar y donde la política monetaria se orientaba a definir un ancla nominal clara, esta vez las nuevas emisiones se lanzarían con un objetivo distinto: incentivar la liquidación de exportaciones del sector agrícola.

Las LEBAC ajustables por el dólar del período 2013-2014 podrían ser suscriptas únicamente por exportadores del sector cerealero y aceitero inscriptos en registros públicos (Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca y AFIP). En una primera oportunidad, con la Comunicación A 5502, el requisito que debían cumplir quienes suscribieran los títulos era que hubieran liquidado en el MULC (Mercado Único y Libre de Cambios) el mismo día de suscripción de las letras un monto equivalente en dólares aplicando el tipo de cambio de referencia. Este sistema se modificaría en 2014 con la implementación de la Comunicación A 5656, que restringiría el acceso a estos títulos a quienes hubieran registrado ingresos por anticipos o prefinanciaciones del exterior el mismo día de suscripción por al menos el importe equivalente en pesos según el tipo de cambio de referencia. El plazo de estos títulos sería 180 días, la tasa de corte sería

<sup>8</sup> Con esta Comunicación, de octubre de 2014, se relanzarían las letras de 2013 aunque con modificaciones en la operatoria.



determinada por el BCRA y la transferencia estaría restringida sólo a sujetos inscriptos en los registros anteriormente mencionados<sup>9</sup>. Asimismo, el Banco Central garantizaría liquidez a las emisiones de estos títulos incorporando la opción de recompra anticipada total o parcial a su valor técnico una vez transcurridos 91 días desde la fecha de suscripción<sup>10</sup>.

Con el objetivo de estimular la bancarización de los ahorros en dólares y de mejorar los rendimientos de estas inversiones orientadas a residentes, en enero de 2014<sup>11</sup> surgieron las LEBAC en dólares, que se mantuvieron hasta 2016 y llegaron a representar hasta un 17% del stock total de títulos<sup>12</sup>. En efecto, el objetivo de estas letras difirió del que tenían hasta ese entonces las LEBAC en pesos, ya que no se orientaban a realizar operaciones de administración de la liquidez sino a incentivar una mayor intermediación de fondos en moneda extranjera. Tal es así, que la Comunicación A 5527 de enero de 2014 establecía que se emitirían LEBAC Internas en dólares y que las mismas podrían ser suscritas en un único tramo y sólo por las entidades financieras a través de un débito en su cuenta en moneda extranjera en el BCRA por los depósitos a plazo fijo del sector privado en dólares de residentes en cartera de cada banco, captados a partir de la vigencia de dicha resolución (tasa de corte predeterminada). En otras palabras, no se mantuvo un sistema de adjudicación de tipo holandés. El plazo de las letras a suscribir debía ser similar al plazo de los depósitos captados y, con el objetivo de mejorar la transmisión del rendimiento de estas letras hacia los individuos, se reguló el spread máximo entre la tasa pagada al depositante y la tasa de la letra suscripta por la entidad financiera. Asimismo, el stock de LEBAC en dólares de cada banco no podría superar el total de los depósitos a plazo fijo del sector privado en dólares de residentes que tuviera la entidad financiera<sup>13</sup>.

Posteriormente, mediante la Comunicación A 5711 de febrero de 2015, se establecieron dos segmentos en la emisión de este tipo de letras en dólares, el segmento “V” y “N”. La esencia del sistema de colocación de estos títulos se mantenía, ya que el objetivo siguió siendo evitar una salida del circuito formal de los depósitos en moneda extranjera del sector privado ofreciendo tasas más atractivas. Hasta este momento, los spreads máximos que podía cobrar cada banco al suscribir LEBAC en dólares por la captación de plazos fijos en dólares eran

---

<sup>9</sup> Vale destacar que el 17 de diciembre de 2015, se emitió la Comunicación A 5854, que modificó el esquema previo de emisión de las LEBAC Internas en pesos liquidables según el tipo de cambio de referencia. En la misma, se abrió la suscripción de este tipo de letras a cualquier exportador que hubiera registrado liquidaciones en el MULC el día de suscripción de las letras en concepto de ingresos por anticipos y prefinanciaciones de exportaciones de bienes al exterior por al menos el equivalente en moneda extranjera del importe a suscribir en pesos. Se mantuvo el esquema donde el BCRA fijaba el precio de corte en la subasta, y se cambió el esquema que limitaba la transferencia de estos títulos, permitiendo su transferencia a cualquier contraparte. No obstante, el stock de títulos emitidos bajo esta normativa fue nulo.

<sup>10</sup> La Comunicación A 5656 incluyó la posibilidad de que fuera el propio tenedor quien solicite el rescate anticipado del título a su valor técnico.

<sup>11</sup> Comunicación B 10732.

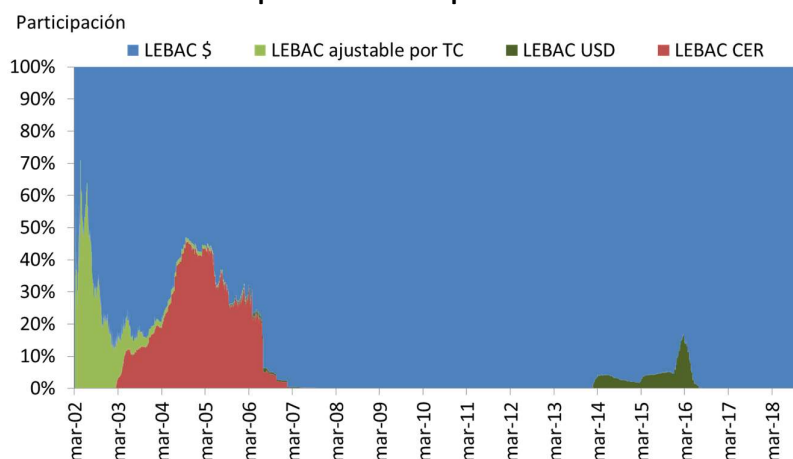
<sup>12</sup> Si bien se habían realizado licitaciones de LEBAC en dólares liquidables en dólares previamente (agosto y octubre de 2005, abril y septiembre de 2006 y marzo de 2007), las mismas constituyeron situaciones puntuales que no formaron parte de un proceso activo de colocación de este tipo de letras por parte del BCRA.

<sup>13</sup> Adicionalmente, mediante la Comunicación A5534 se estableció que la porción de los depósitos a plazo fijo en moneda extranjera aplicados a la suscripción de estas letras en dólares se viese exceptuado de la exigencia de encaje, buscando incentivar el desarrollo de este nuevo instrumento.

variables según el plazo de la letra a suscribir. Con el cambio normativo, se ofreció un incentivo de mayor tasa en dos sentidos: por un lado, un spread máximo para los bancos uniforme y más alto que los anteriores, y por otro lado, tasas mínimas de plazos fijos más altas para los ahorristas. Asimismo, la división en dos segmentos permitió ampliar el incentivo a la captación de nuevos depósitos a plazo fijo en dólares por parte de las entidades financieras, que para estas nuevas imposiciones podrían hacerse de un mayor spread de tasa<sup>14</sup>.

Lo anterior cambiaría el 17 de diciembre de 2015, con la Comunicación A5856, que eliminó el régimen vigente, cambiando el espíritu de las emisiones de títulos en dólares del BCRA. En efecto, se abandonó el sistema de suscripción con tasa de corte predeterminada, implementando un sistema de adjudicación holandés con dos tramos (competitivo y no competitivo), y se permitió que las letras pudieran ser suscriptas no sólo por entidades financieras, sino también por cualquier residente y no residente. Estas letras podrían cotizar tanto en mercados locales como internacionales y se dividirían las licitaciones en un segmento interno y otro externo, según donde se ubicase el depositario de los títulos. A partir de este cambio normativo las LEBAC en dólares dejaron de tener un objetivo de estímulo a la bancarización de los ahorros en moneda extranjera, propiciando una mayor desintermediación financiera. El stock de este tipo de títulos, como consecuencia subió fuertemente los primeros meses, aunque las emisiones se discontinuaron en 2016 (ver Gráfico 4).

**Gráfico 4. Participación de cada tipo de LEBAC en el stock total**



Fuente: BCRA

#### 2.4. Cambios normativos: tipo de tenedores y modalidad de colocación primaria

En otro orden, existieron diversas etapas en las que las LEBAC fueron sujetas a cambios normativos que cambiaron el perfil de sus tenedores y la modalidad de su colocación. En este último punto se destaca que, si bien estas letras tradicionalmente fueron colocadas por sistema holandés, existieron períodos en que a este sistema se sumó uno que tenía como objetivo incentivar una mayor intermediación financiera.

<sup>14</sup> Comunicado de prensa Nro. 50517 del 10 de febrero de 2015.

En 2002 las LEBAC se lanzaron para su negociación exclusiva en el mercado doméstico. Según la Comunicación B7155 del 12 de marzo de 2002, las LEBAC fueron cotizables en el Mercado Abierto Electrónico S.A. y en las Bolsas y Mercados de Valores del país. En el mismo sentido, la Comunicación B7621 del 2 de diciembre de 2002 rigió los aspectos operativos de las próximas emisiones.

En 2007, con el objetivo de acotar la volatilidad de las tasas de interés de los instrumentos de regulación monetaria como resultado de movimientos de capitales, el BCRA emitió la Comunicación A4715, creando las denominadas “LEBAC Internas” y “NOBAC Internas”. Según esta disposición, los nuevos títulos sólo podrían negociarse localmente y sólo podrían ser tenedores las personas jurídicas constituidas en el país y sujetas a fiscalización permanente de organismos nacionales de regulación y control, y las entidades financieras autorizadas por el Banco Central para su cartera propia y para personas humanas residentes en el país y cuentas oficiales. Asimismo, el agente de registro, liquidación y depositario único sería la CRyL. Estas fueron las únicas diferencias respecto a los títulos que se venían colocando en el mercado. Previo a esta normativa no se aclaraba quienes podían ser tenedores de estos instrumentos, por lo que esta última reforzó la utilización de las letras del BCRA como herramienta de regulación monetaria.

Normas futuras como las Comunicaciones A5078, A5100<sup>15</sup> y A5206, en reemplazo de la Comunicación A4715 y modificatorias<sup>16</sup>, no alteraron la esencia de la reglamentación de aquel entonces en cuanto a la prohibición de tenencia en cartera por parte de no residentes y la plaza local de negociación de los títulos.

Entre 2012 y 2015 el BCRA decidió aplicar un ligero cambio en parte de las licitaciones de las letras de más corto plazo. Si bien hasta ese momento el sistema de adjudicación de los títulos se realizaba mediante el holandés (precio único), en febrero de 2012<sup>17</sup> se sumó un sistema que fijaba tasa y monto, adjudicando a las entidades financieras un monto en función de la variación de sus depósitos en pesos a plazo fijo del sector privado en un período específico. En mayo de 2013 este sistema se modificó ligeramente<sup>18</sup>, a los efectos de considerar no sólo la variación de los depósitos a plazo totales, sino también los de tipo minorista. El objetivo de este nuevo sistema de emisión primaria consistió en impulsar una mayor intermediación financiera al incentivar una mayor captación de depósitos por parte de las entidades financieras.

---

<sup>15</sup> Mediante la Comunicación A5100 se autorizó la tenencia de LEBACs y NOBACs a otras personas jurídicas residentes en el país, junto con las ya enumeradas en los incisos a, b, c, d, e, f y h del punto ii de la Comunicación A5078, siempre que tales instrumentos no cuenten con una fecha de vencimiento mayor a tres meses computable desde la fecha de adquisición efectiva en los mercados primario y secundario.

<sup>16</sup> Entre ellas, la Comunicación A5050, por la cual se flexibilizó la tenencia de LEBACs y NOBACs internas, autorizando a los Fondos Comunes de Inversión (FCI) cuyos cuotapartistas sean residentes en el país. Los límites de tenencia máxima de estos títulos para los FCI con rescate en T+0 (Fondos de Money Market) y los FCI con rescate en T+1 (Fondos de Renta Fija de corto plazo) fueron establecidos en 20% y 40% del patrimonio, respectivamente.

<sup>17</sup> Comunicación B10299.

<sup>18</sup> Comunicación B10595.

A partir de fines de diciembre de 2015, concretamente con la Comunicación A5865, se eliminó la especificación de “LEBAC Internas”, dejando a partir de entonces sólo la denominación “LEBAC”. Allí, se permitió la suscripción de las letras tanto a residentes como no residentes y su negociación tanto en el mercado doméstico como internacional. A su vez, se mantuvo como única modalidad de subasta al sistema holandés. Este cambio normativo se dio en el contexto de la Comunicación A5856, previamente comentada, que reguló las próximas emisiones de LEBAC en dólares. Vale recordar que la misma estableció condiciones similares para este tipo de títulos (ampliación del universo de tenedores más allá de las entidades financieras locales, eliminación de las licitaciones con tasa de corte predeterminada y su reemplazo por el sistema holandés y negociación de las letras tanto en el mercado interno como externo) al tiempo que se crearon dos segmentos, uno interno (“I”) y otro externo (“E”), dependiendo de la ubicación del depositario de las letras (local o internacional, respectivamente).

Finalmente, en mayo de 2016, mediante la Comunicación A5974, se lanzaron las “LEBAC en pesos - Segmento interno”, introduciendo una diferenciación de las letras según la localización de su depositario y la plaza de negociación similar a la aplicada para las letras en dólares. Vale destacar que esta distinción no impedía la tenencia a no residentes. A partir de ese momento tan solo se realizaron 3 licitaciones en el segmento externo.

#### **2.4.1. Tipo de tenedor y residencia**

Tal como se mencionara previamente, a lo largo del tiempo existieron cambios normativos asociados a la tenencia de los títulos emitidos por el BCRA. Si bien hasta 2007 la regulación no era explícita respecto al tipo de tenedores permitidos, a partir de ese momento hasta 2015 la autoridad monetaria estableció de manera clara quienes podían invertir en estos títulos, creando las LEBAC y NOBAC Internas. En líneas generales, se trató de una medida macroprudencial con el objetivo de prohibir posiciones de no residentes en instrumentos de regulación monetaria con potenciales riesgos sobre la estabilidad financiera.

En diciembre de 2015 esta normativa prudencial se eliminó, liberando la tenencia de títulos a no residentes y permitiendo su negociación tanto interna como externa. Esta medida se enmarcó en un esquema más general de desregulación en la que, junto con la unificación del mercado cambiario<sup>19</sup>, se flexibilizaron las normas del MULC<sup>20</sup> y el límite mensual para formación de activos externos de residentes, se redujo el encaje en moneda extranjera, se liberaron las importaciones de bienes y servicios<sup>21</sup> y se eliminaron los límites máximos y mínimos a las tasas de interés activas y pasivas<sup>22</sup>. Asimismo, el relanzamiento de las LEBAC en dólares, al ser abierto a cualquier agente, difirió de las emisiones previas, sólo orientadas a entidades financieras con el objetivo de fomentar la bancarización. No obstante, estas especies lanzadas en diciembre de 2015 si bien tuvieron un incremento marcado los primeros

---

<sup>19</sup> Comunicación A5850.

<sup>20</sup> Comunicación A6037.

<sup>21</sup> Comunicaciones A5850, A5861 y A5955.

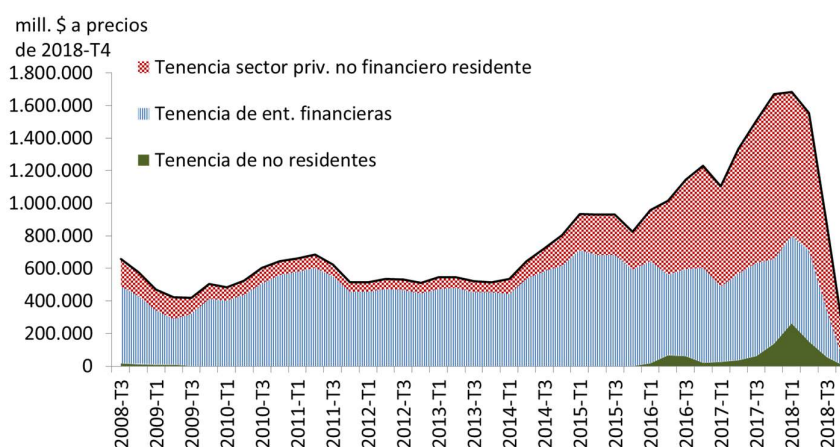
<sup>22</sup> Comunicación A5853.

meses de 2016 y llegaron a representar un 16% del total de LEBAC, se discontinuaron a fines del mismo año.

A pesar de que hasta 2015 la normativa permitió la tenencia de LEBAC por parte de diversos agentes del sector privado no financiero, los tenedores tradicionales de estos instrumentos hasta ese momento fueron las entidades financieras locales, que colocaban parte de la capacidad prestable de los depósitos de las personas humanas y las empresas, obteniendo un interés por un instrumento con riesgo nulo y muy alta liquidez. De esta manera, las LEBACs y NOBACs de las entidades financieras representaban la contraparte de su pasivo con los depositantes.

El proceso de profundización de las tenencias de LEBAC por parte de familias y empresas iniciado en 2014, en un contexto en el que el spread de rendimiento de estos títulos respecto a los depósitos a plazo fijo comenzó a ampliarse<sup>23</sup> (ver Gráfico 6), se acelerará a partir de los cambios normativos de diciembre de 2015, que permitieron un creciente involucramiento de agentes no financieros en la tenencia de LEBAC<sup>24</sup>. Se configuró entonces un escenario en el que las LEBAC fueron utilizadas por las empresas como herramienta de liquidez, por las familias como instrumento de ahorro y, hasta principios de 2018, por los no residentes como instrumento para canalizar inversiones de portafolio de corto plazo en pesos. Como resultado, los títulos emitidos por el BCRA en cartera de entidades financieras pasaron de representar el 86% del total en diciembre 2013 a ser sólo el 34% en el mismo mes de 2017 (ver Gráfico 5). Esto, a la vez que mejoró la transmisión de la política monetaria, se tradujo en un proceso de desintermediación en el que las entidades financieras perdieron el spread entre la tasa pasiva pagada a plazos fijos y la tasa activa recibida por las colocaciones en instrumentos del BCRA netas de los encajes.

**Gráfico 5. Stock de LEBAC y NOBAC por tipo de tenedor a precios constantes**



Fuente: Estimación propia en base a datos del BCRA e INDEC.

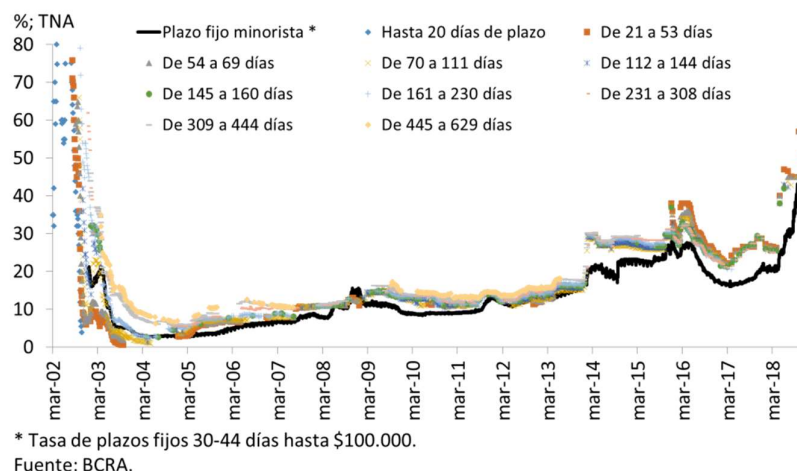
Para el sector privado no financiero residente, tanto ahorristas particulares como empresas, las LEBAC presentaban una serie de beneficios que las convirtieron en una alternativa

<sup>23</sup> Este factor se hizo más relevante a partir de la eliminación de la tasa mínima que se pagaba a los plazos fijos minoristas el 17 de diciembre de 2015 (Comunicación A5853).

<sup>24</sup> En el período 2016-2018 no existieron NOBAC en circulación.

atractiva. Entre las principales ventajas se destaca que durante gran parte del tiempo las distintas especies de LEBAC se emitieron a tasas más altas respecto a las opciones tradicionales como los plazos fijos (ver Gráfico 6). Además, estos títulos poseían un riesgo de crédito acotado, dado que el emisor era la autoridad monetaria, una elevada liquidez y una baja complejidad de operatoria, que los convertía en instrumentos fáciles de entender para los inversores no especializados.

**Gráfico 6. Tasa de interés de LEBAC a tasa fija por tipo de plazo y tasa de interés de depósitos a plazo fijo minorista**



Los no residentes, por su parte, pudieron acceder a las LEBAC luego de las modificaciones normativas de fines de 2015. Los mismos, en un contexto de estabilidad cambiaria inducido por las emisiones de deuda externa pública, utilizaron estos títulos como un medio para diversificar su exposición a las inversiones en pesos, dado que se trataba de una alternativa con liquidez y bajo riesgo de default.

Esta composición particular del tipo de tenedores de los instrumentos emitidos por el BCRA tuvo consecuencias en términos monetarios y macroeconómicos. Si una persona humana o jurídica no financiera compraba al BCRA una LEBAC, usaba para tal operación un depósito en un banco, con lo cual, en ese momento el depósito desaparecía del pasivo de las entidades y pasaba a ser un pasivo remunerado del BCRA. Por lo tanto, no solo se esterilizaba la “capacidad prestable del depósito” (como ocurría si la LEBAC se colocaba en una entidad financiera) sino que también el encaje no remunerado que tenía ese depósito, que formaba parte de la base monetaria, pasaba a ser pasivo remunerado del BCRA<sup>25</sup>. En este sentido, la mayor tenencia de LEBAC por parte de agentes no financieros tenía el objetivo, *ceteris paribus*, de proveer un mayor poder de esterilización a los instrumentos del BCRA. Esto, sin considerar el costo de esterilización dado por la tasa de los títulos y los riesgos que la desregulación cambiaria representaba ante cualquier cambio en las expectativas sobre la estabilidad financiera.

En este sentido, la mayor participación de empresas, familias y no residentes en el *stock* de LEBAC incrementó sensiblemente su riesgo de renovación frente a un cambio en las

<sup>25</sup> Esto fue analizado con más detalle en Carrera, et. al. (2020).

expectativas, dado su mayor nivel de atomización respecto a las entidades financieras. Esta vulnerabilidad se vio acentuada por el hecho de que a partir de febrero de 2017 el BCRA decidió concentrar las licitaciones y vencimientos de LEBAC un día al mes (un martes de cada mes, mientras que anteriormente las licitaciones se realizaban todos los martes). Si bien cada tenedor podía desprenderse de su título en el mercado secundario, lo que sucedió en la práctica fue que la concentración de los vencimientos en un solo día del mes incrementó el riesgo de renovación y la incertidumbre del esquema a medida que el stock de títulos crecía.

Teniendo en cuenta estos riesgos, en enero de 2018 se crearon las Letras de Liquidez del Banco Central (LELIQ)<sup>26</sup> que a diferencia de las LEBAC, tienen un plazo menor al mes y sólo pueden ser suscriptas y negociadas por las entidades financieras, lo cual implica una demanda mucho más estable. Inicialmente, estas letras no tuvieron gran protagonismo, pero con el abandono de las LEBAC a fines de 2018 heredaron su rol como principal instrumento de esterilización monetaria, el cual cumplen hasta el día de hoy.

### **3. Las LEBAC en cada contexto macroeconómico**

#### **3.1. Las LEBAC en sus inicios: origen en la crisis del año 2002**

Como fue explicado previamente, las LEBAC fueron creadas en marzo de 2002, en el contexto de la profunda crisis posterior al colapso del régimen de convertibilidad<sup>27</sup>. En ese momento, los bonos soberanos se encontraban en default, por lo que no existía un mercado secundario de deuda pública en donde el BCRA pudiera intervenir. Usar deuda propia contribuía a caracterizar al BCRA, cuya deuda no se encontraba en default, como una persona jurídica independiente al Tesoro. Tal como surge de los Informes del BCRA, los objetivos perseguidos con la emisión de LEBAC fueron la absorción de liquidez excedente en el mercado monetario y la fijación de una tasa de referencia.

En efecto, con las modificaciones introducidas a la Carta Orgánica por la Ley Nº 25.562 de febrero de 2002, el BCRA recuperó la posibilidad de llevar a cabo una política monetaria activa a partir de la elaboración de Programas Monetarios periódicos. A su vez, se habilitó al BCRA a emitir títulos o bonos así como certificados de participación sobre valores que posea. Este instrumento legal hizo posible el lanzamiento de las LEBAC primero, y las NOBAC después. De esta manera, el Banco Central se hizo de una nueva herramienta para ajustar la liquidez de la economía, complementaria a la política de encajes, la asistencia a las entidades financieras y la intervención cambiaria.

A la gran recesión e inestabilidad política del momento se sumaba una fuerte incertidumbre respecto al tipo de cambio. Luego de diez años de paridad 1 a 1 con el dólar, el Gobierno intentó infructuosamente mantener una paridad de 1,40 \$/USD, pero rápidamente el tipo de

---

<sup>26</sup> Comunicación A6426 y B11651 del 10 de enero de 2018.

<sup>27</sup> Si bien previamente existieron Letras del Banco Central en dólares estadounidenses (Comunicación A 1551 del 27 de octubre de 1989), ajustables Bonex (Comunicación A 1561 del 3 de noviembre de 1989) y Letras Externas de Mediano Plazo – 1991 (Comunicación A 1885 del 23 de octubre de 1991), las mismas fueron discontinuadas durante el período de convertibilidad.

cambio se disparó a valores en torno a los 4 \$/USD. Las reservas internacionales eran escasas, por lo que no era posible defender el tipo de cambio vendiendo dólares. El BCRA necesitaba un instrumento para absorber la liquidez excedente en el mercado monetario, estabilizar el mercado cambiario y fijar una tasa de referencia en pesos<sup>28</sup> (ver Gráfico 7).

**Gráfico 7. Tipo de cambio y reservas en 2002**



La necesidad de absorber liquidez y de dar certidumbre respecto al tipo de cambio era tal que, en un primer momento, se ofrecieron LEBAC atadas a la evolución del dólar. Es decir, si bien estaban denominadas en dólares, se suscribían y amortizaban en pesos al tipo de cambio oficial. De esta manera, el 12 de marzo de 2002, a través de la Comunicación B 7155<sup>29</sup> se anunció la primera licitación pública de LEBAC, a un plazo de 7 días, tanto en pesos como atadas a la evolución del dólar<sup>30</sup>. No obstante, con el tiempo las LEBAC en pesos se afianzaron no sólo como uno de los instrumentos de absorción monetaria más importantes del BCRA (en forma complementaria con las intervenciones en el mercado cambiario) sino que además su tasa de corte pasó a ser tenida en cuenta como la tasa de referencia del mercado doméstico, contribuyendo desde ese rol a reducir la incertidumbre en los mercados<sup>31</sup>.

En este sentido, cabe destacar el activo rol que tuvieron las entidades financieras como principales tenedores de LEBAC. La necesidad de mantener fondos en posiciones líquidas en un contexto de crédito decreciente hizo que hacia fines de 2002 el 77% de las letras se adjudicaran a bancos, un 21% a otras personas jurídicas y el resto a personas humanas. Para ilustrar la importancia de la tasa de corte de las LEBAC como referencia del sistema financiero, vale mencionar que a partir de la Comunicación A 3524 la tasa de interés aplicable a las

<sup>28</sup> Ver el Informe al Congreso del año 2002:

<http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/inf2002.pdf>

<sup>29</sup> COMUNICACION " B " 7155 del 12 de marzo de 2002:

<https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/comytexord/B7155.pdf>

<sup>30</sup> La colocación en dólares quedó desierta ese día, ocurriendo la primera colocación exitosa unos días después, el 19 de marzo de 2002: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/comytexord/B7165.pdf>

<sup>31</sup> Vale mencionar el caso de la ON LESEP de Telefónica, la primera emisión privada en pesos, a tasa fija y bajo legislación argentina que se realiza desde la salida de la convertibilidad, que tomó como referencia el esquema de las LEBAC (ver Parmigiani y Dapena (2005)).



asistencias por iliquidez otorgadas por el BCRA sería la equivalente a 4/5 avas partes de la tasa de corte establecida en las licitaciones de LEBAC en pesos a 7 días de plazo.

La composición de los tipos de LEBAC se vio muy influenciada por la evolución del contexto macroeconómico. Mientras al 30 de junio de 2002 las especies en pesos representaban un 36% de los títulos emitidos, a fines de dicho año, en un escenario de mayor estabilidad del tipo de cambio, menores expectativas de inflación y un atractivo rendimiento en pesos, esta participación era de 81% (ver Gráfico 8).

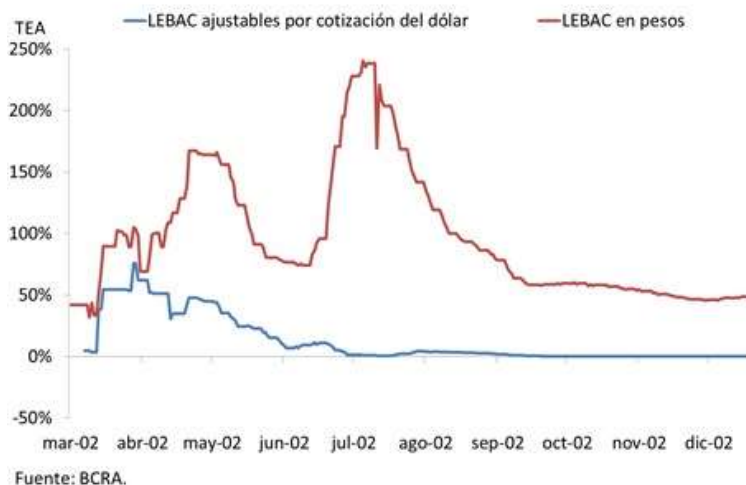
**Gráfico 8. Stock de LEBAC emitido en 2002**



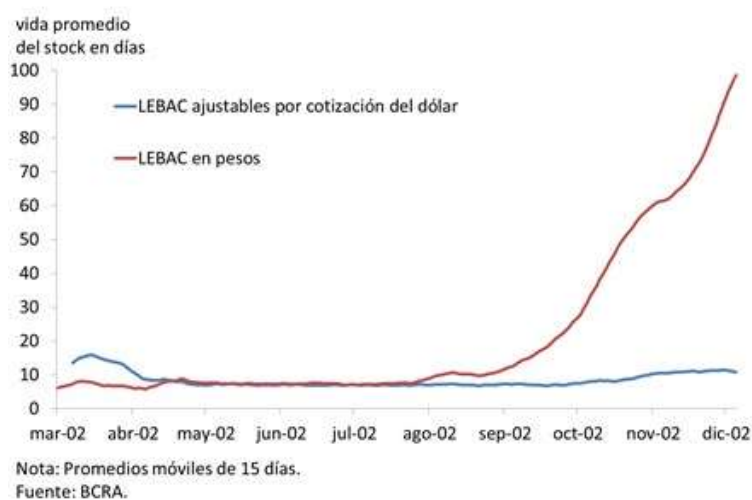
Las primeras licitaciones de LEBAC estuvieron signadas por el clima de incertidumbre y la demanda por activos dolarizados consecuencia de la fuerte devaluación del peso. Los montos licitados al principio fueron bajos, por plazos muy cortos y tasas de interés elevadas, al tiempo que existió una predominancia de las especies ajustables por tipo de cambio.

Sin perjuicio de ello, con el correr de los meses la mayor estabilidad del tipo de cambio, por debajo de los 3,50 \$/USD, el mayor nivel de reservas, en torno a los USD 10.000 millones, y el reconocimiento de las letras como instrumentos de bajo riesgo permitieron que mejoraran los volúmenes y las condiciones de emisión de las LEBAC, lo que impulsó este canal de absorción de los excedentes monetarios como complemento de las intervenciones en el mercado cambiario. Las tasas de interés de las especies en pesos, que en términos efectivos anuales llegaron a superar el 200%, se estabilizaron en torno al 50%, mientras que para las letras en dólares la tasa tendió a 0%, o incluso fue levemente negativa. Simultáneamente se produjo una extensión en los plazos de las letras: mientras que las primeras licitaciones eran a 7 días, a fines de 2002 ya se habían licitado LEBACs en pesos a 271 días de plazo (ver Gráficos 9 y 10). El creciente atractivo de estos instrumentos también se vio plasmado en el hecho de que en las sucesivas emisiones los montos ofertados se ubicaron por encima de los anunciados por el BCRA en los llamados a licitación. No obstante, vale mencionar que durante el primer año de lanzamiento de estos títulos el volumen del mercado secundario fue sumamente volátil.

**Gráfico 9. Tasa efectiva anual de las LEBAC en 2002**



**Gráfico 10. Vida promedio del stock de LEBAC en 2002**

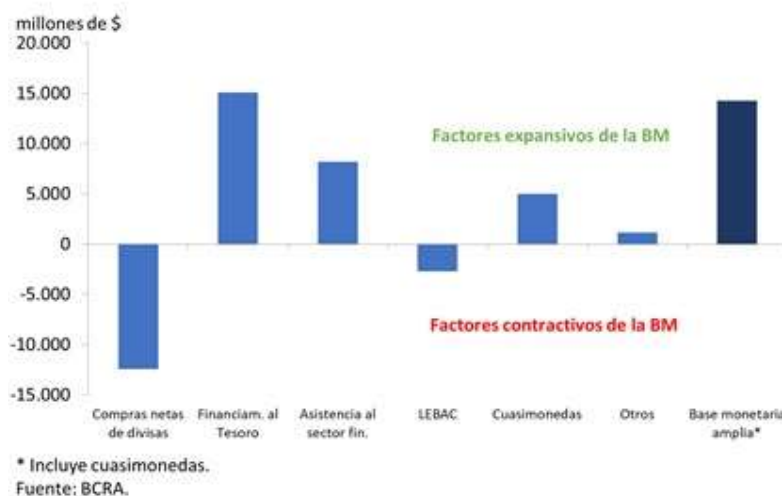


El alargamiento en los plazos de emisión y la caída progresiva en las tasas de corte disminuyeron el riesgo de renovación con el correr de los meses. Todo esto contribuyó a que las letras emitidas por el BCRA ganaran la reputación de ser un instrumento con una buena relación riesgo – rendimiento y una creciente variedad de plazos, haciendo que la curva de tasas de cada licitación se estableciera como una referencia para todo el sistema financiero. Esto permitió al BCRA hacia fines del año 2002, en un contexto de marcada reducción de la volatilidad cambiaria, tener un canal de transmisión de información clave para la formación de expectativas del mercado.

La creciente aceptación de las LEBAC hizo que se ubicaran como uno de los factores de absorción de los excedentes monetarios, luego de las intervenciones en el mercado de cambios (ver Gráfico 11). En 2002 el Gobierno tuvo un superávit primario que no fue suficiente para cubrir la carga de intereses del período. Para cubrir el déficit financiero se recurrió a los

adelantos transitorios<sup>32</sup> y a las transferencias de utilidades del BCRA<sup>33</sup>, estas últimas generadas por el aumento en el valor en pesos de las reservas consecuencia de la fuerte suba del tipo de cambio. Si bien el BCRA convalidó un aumento de la base monetaria, el mismo fue parcialmente esterilizado con las novedosas LEBACs.

**Gráfico 11. Factores de explicación de la base monetaria amplia\*. Año 2002.**



No pasó mucho tiempo desde su lanzamiento en 2002 para que las LEBAC se convirtieran en el principal, aunque no el único, instrumento de esterilización (junto con las NOBAC y los pasivos pasivos). Al tiempo que funcionaron como amortiguador monetario, su tasa de interés se consolidó como referencia para el resto de las tasas de la economía.

### 3.2. El uso de las LEBAC en el esquema de administración de agregados monetarios

En los años siguientes la política monetaria del BCRA estuvo determinada por la necesidad de recomponer la confianza en la moneda y el sistema financiero doméstico. En efecto, la salida de la convertibilidad había generado una gran crisis bancaria (Belini y Korol (2012); Félix (2011); Fanelli (2002)) y una importante sobreacción (*overshooting*) del tipo de cambio que duró algunos años. Si bien las metodologías de estimación del tipo de cambio real de equilibrio son variadas y no concluyentes, diversos trabajos indican que, en los años posteriores a la convertibilidad, el peso se encontró subvaluado (Garegnani y Escudé (2005); Carrera y Restout (2007); Montiel (2007); Bastourre y otros (2008); Bello y otros (2010)).

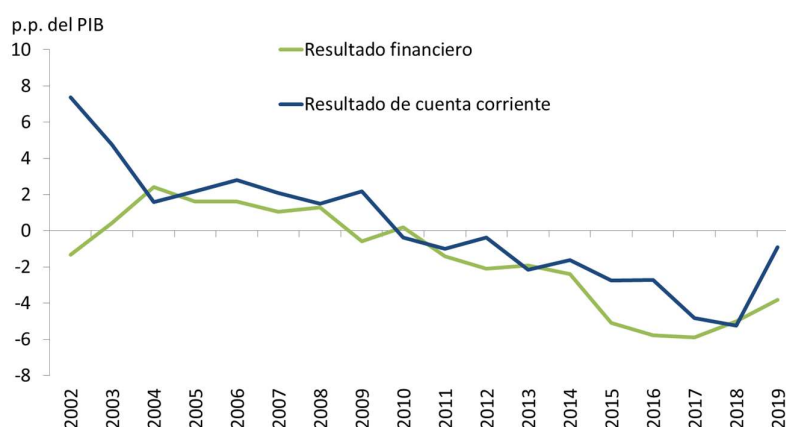
A diferencia de otras devaluaciones en la historia argentina, el traspaso del tipo de cambio a precios fue muy reducido en gran medida por el elevado desempleo y el bajo nivel de actividad (Frenkel (2003)). A su vez, en los precios internacionales de commodities comenzó a sentirse la demanda de la economía china por productos agropecuarios (Bastourre y otros 2008, 2009, 2012), por lo que nuestro país entró en un período de importantes superávits comerciales que

<sup>32</sup> Préstamos del BCRA al Gobierno Nacional a 12 meses. Para más detalles sobre su funcionamiento ver el Artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA.

<sup>33</sup> Ver Artículo 38 de la Carta Orgánica del BCRA.

se tradujeron en superávits de cuenta corriente. Por su parte, los menores compromisos de la deuda luego del default (Damill y otros (2005)) y la instauración de los derechos de exportación<sup>34</sup> y la recuperación de la economía, que impulsaron la recaudación impositiva, propiciaron que hasta la crisis internacional del 2008-2009 el país registrara también superávits fiscales (ver Gráfico 12). El contexto macroeconómico descripto le permitió al BCRA consolidarse entonces como comprador neto de divisas en este período, realizando de esta manera una política de acumulación de reservas con el objetivo doble de estabilizar el mercado cambiario y contar con una herramienta prudencial ante *shocks* negativos.

**Gráfico 12. Resultado fiscal y externo en términos del PIB**



Fuente: INDEC y Ministerio de economía.

Pocos meses después de su lanzamiento, las LEBAC y NOBAC se convirtieron en instrumentos clave en la regulación de la liquidez. En efecto, entre la salida de la convertibilidad y el impacto de la crisis financiera internacional, el BCRA actuó esterilizando los excedentes monetarios generados por la compra de divisas al sector privado con estos títulos. A su vez, la mayor estabilidad macroeconómica a partir de 2003 se tradujo en un incremento de la demanda de activos en pesos, por lo que el BCRA pudo llevar a cabo una gradual baja de las tasas de interés y un alargamiento de plazos de los títulos de regulación monetaria.

En el contexto de un régimen de flotación administrada con tipo de cambio real elevado, la compra de reservas evitaba que el superávit de dólares “comerciales” generara una presión a la apreciación del tipo de cambio, al tiempo que el BCRA recomponía su stock de reservas internacionales. Entre principios de 2003 y fines de 2007 las reservas internacionales crecieron 8 p.p. en términos del PIB. En el mismo período, también como porcentaje del PIB, los pasivos remunerados del BCRA crecieron 5 p. p. Esto constituía una importante fuente de emisión monetaria que debía ser esterilizada, lo que explica la importancia creciente de las LEBAC y NOBAC en este período.

Podría decirse que, en líneas generales, desde el abandono del tipo de cambio fijo hasta 2016, el BCRA implementó un régimen de administración de la cantidad de dinero (ver Informes al Congreso del BCRA del período 2002-2014). En este esquema general el BCRA contó con un objetivo de liquidez, definido a partir de una consideración de factores tanto domésticos como

<sup>34</sup> Decreto 310/02 de febrero de 2002.

externos, y actuó con diversos instrumentos para esterilizar el dinero faltante o sobrante. Es por ello por lo que las LEBAC y NOBAC fueron elementos de suma importancia, ya que le brindaron a la autoridad monetaria autonomía operativa para cumplir sus objetivos.

No obstante, el esquema de política monetaria no fue invariable a lo largo de los años. Entre 2003 y 2005 la política del BCRA se vió plasmada a través de programas monetarios anuales centrados en el monitoreo de la base monetaria; desde 2006 hasta 2011 el objetivo se concentró en el agregado M2, representativo de los medios de pago en pesos de la economía; entre 2012 y 2015, a partir de la modificación de la Carta Orgánica de la institución, se realizó un monitoreo más amplio de variables, aunque sin existir objetivos concretos sobre los agregados monetarios; finalmente, en 2016 el BCRA llevó a cabo un proceso de transición desde un esquema de control de la cantidad de dinero hacia un régimen de control de la tasa de interés con metas de inflación.

En este marco general, los shocks internacionales jugaron un rol clave en la definición de los objetivos de cantidad de dinero y la correspondiente política monetaria del BCRA. Tal es así, que luego de una primera etapa caracterizada por un auge exportador significativo donde el BCRA acumuló reservas y siguió una estrategia de profunda esterilización de la oferta de dinero excedente, sobrevino la crisis financiera internacional con sucesivos shocks entre 2007 y 2008 (MTEySS y OIT (2012)). En estos años se mantuvo el esquema de control de los medios de pago, en el cual el BCRA procuraba mantener un equilibrio entre la oferta y demanda de dinero, y el régimen de tipo de cambio administrado, por lo que la respuesta a la crisis a partir de mediados de 2007 fue una política de provisión de liquidez, tanto en moneda extranjera vía venta de reservas al sector privado, como en moneda doméstica.

Ante la crisis financiera internacional la economía argentina contaba con variados mecanismos de salvaguarda. Entre dichos factores, la existencia de LEBAC y NOBAC, entendidos como “liquidez pospuesta”, permitieron atender rápidamente las necesidades de liquidez en momentos de stress cambiario y financiero. Particularmente para los bancos, estos títulos funcionaron como una reserva de liquidez a la cual pudieron acceder de manera transitoria realizando operaciones de pases o de manera permanente mediante su venta al BCRA. Asimismo, la solidez y adecuada regulación del sistema financiero post crisis bancaria de 2001 y la existencia de un stock de reservas suficiente como para abastecer la demanda de moneda extranjera en un contexto de incertidumbre fueron factores de suma importancia que permitieron amortiguar los efectos de la crisis.

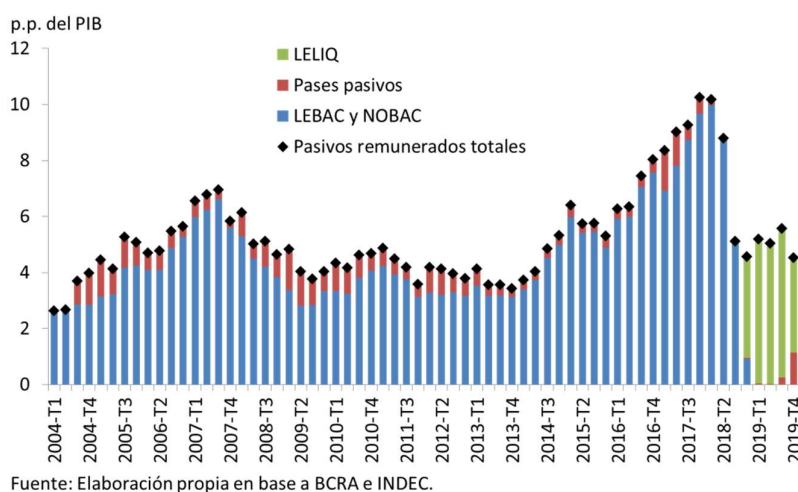
En lo que respecta a la respuesta de política monetaria frente a la crisis financiera global, la venta de divisas se complementó con distintas medidas para proveer liquidez, en las cuales las LEBAC y NOBAC tuvieron un rol clave. Entre dichas medidas se encuentran la renovación parcial de los vencimientos de estos títulos, su rescate anticipado en el mercado secundario y a través de licitaciones, además de la realización de pases activos a tasa fija y variable incluyendo los títulos públicos nacionales como activos elegibles para la concertación de pases con el BCRA<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Vale mencionar el rol activo del BCRA en la creación de nuevos instrumentos de provisión de liquidez. Tal es así que en septiembre de 2008 se anunció el lanzamiento de una rueda (SELI) para realizar

Como consecuencia de lo anterior, el stock de los títulos emitidos por el BCRA tanto en términos nominales como en términos reales y en porcentaje del PIB cayó fuertemente hasta alcanzar mínimos a mediados de 2009 (ver Gráfico 13). Asimismo, el perfil de los títulos también se vio afectado. En un contexto de incertidumbre financiera, la vida promedio del stock de LEBAC cayó a un mínimo de 46 días a mediados de 2009, un nivel no registrado desde el año 2002. Por su parte, la tasa de interés de las LEBAC reaccionó al alza, sobretudo a partir de 2009, con la intención de contener la transmisión de la volatilidad financiera externa e incrementar el atractivo de los activos en pesos, ubicándose a mediados de ese año en niveles similares o ligeramente superiores a la inflación, situación que no volvería a registrarse hasta varios años después de superada la crisis.

**Gráfico 13. Pasivos remunerados del BCRA en términos del PIB**



A partir de agosto de 2009 y hasta fines de 2010, ante un escenario de menor incertidumbre, el BCRA se volvió a consolidar como comprador neto de divisas en el mercado cambiario. La mayor estabilidad nominal a partir de mediados de 2009 y la situación de holgada liquidez de las entidades financieras motivó que comenzaran a incrementar sus tenencias de LEBAC y NOBAC, en detrimento de los pases de corto plazo con la autoridad monetaria. La recuperación de la demanda de dinero posibilitó un aumento en el monto de las licitaciones semanales y el inicio de un proceso de gradual reducción de las tasas de interés de los títulos emitidos por parte del BCRA.

La política monetaria durante los primeros años pos crisis financiera internacional se caracterizó por un seguimiento de la evolución de los medios de pago (M2). De esta manera, el BCRA utilizó sus herramientas disponibles para compatibilizar la demanda de dinero con la emisión primaria de base monetaria, originada fundamentalmente por la política de intervención cambiaria y las transferencias al Tesoro, y la creación secundaria, explicada por el crecimiento del crédito. Los excedentes monetarios fueron esterilizados con LEBAC y NOBAC,

---

recompras de LEBAC y NOBAC diariamente y en forma automática. Sin embargo, este mecanismo no fue demandado por las entidades financieras. Asimismo, en noviembre del mismo año se realizó la primera licitación de opciones de venta sobre LEBAC y NOBAC, lo que permitía a las entidades la reventa de sus tenencias de títulos antes del vencimiento al BCRA a cambio de una prima.

además de otros como los pases, las intervenciones de mercado abierto y la modificación de encajes.

El año 2011 fue característico en cuanto al cambio registrado en la composición de los títulos del BCRA. Como resultado de una mayor demanda relativa, el saldo de NOBAC a tasa variable se incrementó, en detrimento de las LEBAC a tasa fija. Mientras que a fines de 2010 las NOBAC representaban el 37% del total de los títulos en circulación, en diciembre de 2011 eran el 65%. Este comportamiento se dio al tiempo de que la tasa de referencia de las notas, la BADLAR Bancos Privados, se incrementó sucesivamente a lo largo del año. A pesar de esta dinámica particular, las NOBAC perdieron importancia hasta desaparecer en 2014.

Si bien hasta el tercer trimestre de 2011 el BCRA había continuado con su posición compradora en el mercado de cambios, se tornó vendedor en el último trimestre, lo cual impuso un factor contractivo a la cantidad de dinero. Esto se dio en un contexto de reasignación de portafolios del sector privado no financiero hacia activos en moneda extranjera, dando lugar en el mercado monetario doméstico a una dinámica similar, aunque de menor magnitud, a la registrada durante la crisis de 2008. Para esterilizar estas intervenciones cambiarias vendedoras y evitar que perjudicaran la dinámica de otorgamiento de préstamos o generaran excesivas presiones sobre las tasas de interés, el BCRA proveyó la liquidez necesaria mediante renovaciones parciales de los vencimientos de LEBAC y NOBAC junto con rescates en el mercado secundario. Como consecuencia, a diciembre de 2011 el stock de LEBAC y NOBAC se había reducido 5% en términos nominales. Vale destacar que los únicos dos años en los que se registraron contracciones nominales en el saldo de títulos del BCRA (sin considerar la disolución de las LEBAC en 2018) fueron 2011 y 2008 (de 26%).

Las mayores presiones registradas en el mercado cambiario también motivaron que se impusieran controles sobre los flujos de capital. El 28 de octubre de 2011 el BCRA emitió la Comunicación A 5239, creando el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias, a través del cual la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) podría analizar la validación de las solicitudes de compra de divisas. La preservación de un esquema de administración del tipo de cambio con el objetivo de acotar la volatilidad financiera en un contexto de deterioro de las condiciones externas y caída de reservas motivó la implementación de sucesivas regulaciones cambiarias entre 2011 y fines de 2015.

Entre las modificaciones normativas implementadas en el período destacan la necesidad de conformidad previa de la AFIP para la compra de dólares en función de la situación patrimonial del agente<sup>36</sup>, la limitación del período de liquidación de moneda extranjera de exportaciones<sup>37</sup>, la aplicación de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación<sup>38</sup>, la necesidad de conformidad previa del BCRA en determinadas situaciones para el pago de importaciones o giro de utilidades y la implementación de retenciones impositivas sobre consumos en el exterior<sup>39</sup> (Rua y Zeolla (2018)).

---

<sup>36</sup> Resolución General de AFIP número 3210/11.

<sup>37</sup> Comunicación A5300.

<sup>38</sup> Resolución General de AFIP número 3252/12.

<sup>39</sup> Resolución General de AFIP número 3378/12, 3450/13 y 3550/13.

A lo largo de este período caracterizado por el control de capitales y la administración del tipo de cambio con objetivos macroprudenciales las compras netas de divisas al sector privado por parte del BCRA tuvieron una evolución más volátil en comparación con el ciclo previo a la crisis financiera internacional, alternando años en los que funcionó como factor de expansión y otros como factor de contracción de la oferta monetaria. Esta dinámica, junto con la utilización de reservas para pagar intereses y cancelar deuda con acreedores privados y organismos internacionales<sup>40</sup>, fueron factores que explicaron la desacumulación de reservas internacionales entre 2011 y 2015.

En términos generales, más allá del impacto inicial del *shock* financiero internacional y las medidas implementadas, a partir de 2008 el esquema macroeconómico vigente hasta ese momento sufrió un severo deterioro. El Tesoro comenzó a registrar sistemáticamente déficits financieros a partir de 2011, y el resultado de cuenta corriente de la balanza de pagos hizo lo mismo a partir de 2010. Se consolidó entonces la opción de política económica de financiar el déficit fiscal con utilidades y adelantos transitorios del BCRA.

Por otro lado, en el período 2012-2015 se produjo un cambio en la forma de implementación de la política monetaria, en línea con el mandato más amplio otorgado por la modificación de la Carta Orgánica de marzo de 2012<sup>41</sup>. El artículo 3° de la nueva norma estableció que: *“El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”*. En este sentido, se amplió la capacidad de la institución monetaria de implementar políticas de regulación del crédito y de financiamiento al sector público, entre otros cambios<sup>42</sup>. En lo respectivo al marco formal del régimen monetario, se reemplazó la obligación de informar el programa monetario, con los objetivos de inflación y los agregados monetarios por la de publicar los objetivos y planes anuales respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria.

En este marco, las LEBAC y NOBAC continuaron cumpliendo su rol de instrumentos de esterilización, aunque su utilización pasó a depender de la estimación de oferta y demanda de dinero del BCRA. Este cambio en la implementación de la política monetaria explica que a partir de 2012 los títulos del BCRA no tuvieran un comportamiento regular en los factores explicativos de la base monetaria.

En líneas generales, en el período 2008-2015 se registró un proceso de monetización de la economía luego del shock internacional y un mayor financiamiento monetario del Tesoro, sin una tendencia marcada en la utilización de las LEBAC. Si bien hasta 2013 predominaron

---

<sup>40</sup> Las reservas de libre disponibilidad fueron utilizadas para cancelar deuda pública en este período. Entre 2010 y 2015 el Fondo del Desendeudamiento Argentino (FONDEA) fue utilizado como vehículo para cancelar los pasivos del Tesoro Nacional con tenedores privados. Por su parte, entre 2010 y 2014 el FONDOI canalizó los pagos de deuda con Organismos Internacionales y los servicios de deuda externa oficial bilateral.

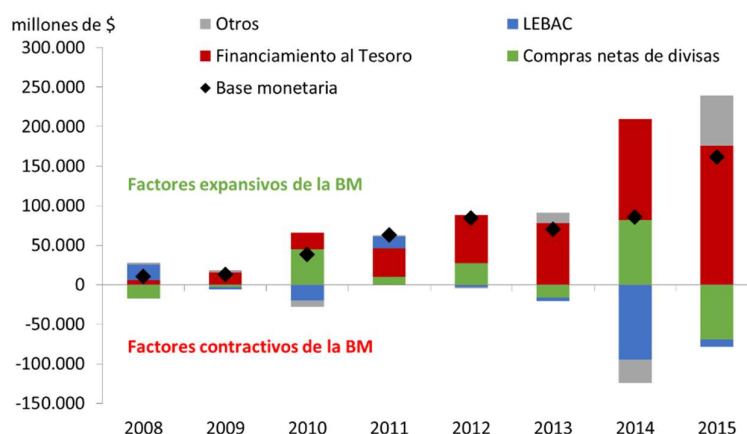
<sup>41</sup> Ley 26.739, sancionada el 22 de marzo de 2012.

<sup>42</sup> Entre los otros cambios introducidos se destaca la atribución al Directorio del BCRA de la determinación de nivel de reservas adecuado y, por ende, el nivel de reservas de libre disponibilidad, la ampliación de las facultades regulatorias del BCRA sobre otros actores del sistema financiero antes no alcanzados y la incorporación de mayores facultades para la protección de los usuarios del sistema financiero.



fuertemente los factores expansivos de la base monetaria, en 2014 y 2015 se observó un mayor uso de mecanismos de esterilización. En el primer año se utilizaron las LEBAC, mientras que en el segundo año se recurrió sobre todo a las ventas de divisas al sector privado y en menor medida las LEBAC (ver Gráfico 14). Este cambio en la utilización de las letras emitidas por el BCRA explica que, mientras su *stock* promedio en términos del PIB cayó a la mitad entre 2007 y 2013, registró aumentos entre 2014 y 2015.

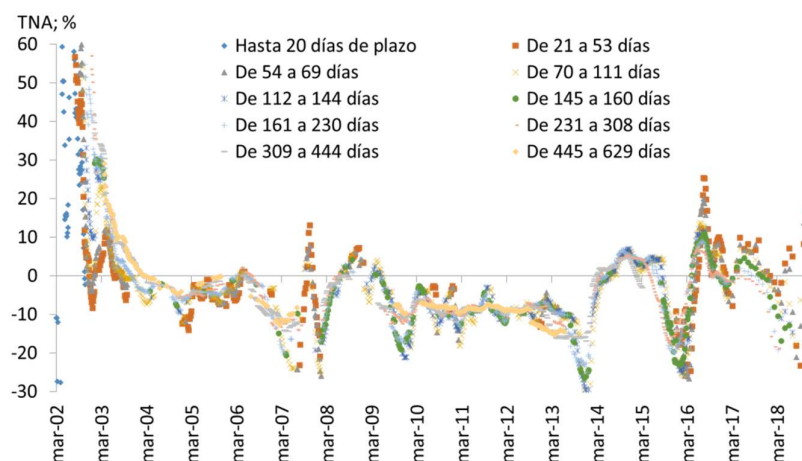
**Gráfico 14. Factores de explicación de la base monetaria. Años 2008-2015.**



Fuente: BCRA.

El cambio en la política de esterilización monetaria de 2014 también se reflejó en el nivel de la tasa de interés real que pagaban las LEBAC (ver Gráfico 15). En el marco de una política monetaria expansiva, desde la crisis financiera internacional hasta dicho año el rendimiento en pesos de las LEBAC se ubicó por debajo de la evolución general de los precios. Es por ello que, a partir de principios de 2014, la mayor emisión de LEBAC, el incremento en la tasa de interés de estos títulos en las colocaciones primarias y el ajuste en el ritmo de depreciación del tipo de cambio marcaron un cambio en el tipo de política monetaria que venía implementando el BCRA cuyo objetivo consistía en estimular las inversiones en moneda local y estabilizar del mercado cambiario. Este tipo de política contractiva, aunque en otro contexto macroeconómico, cambiario y regulatorio, se acentuaría en los años subsiguientes, y se reflejaría en un aumento del nivel y la volatilidad de la tasa de interés real de las LEBAC.

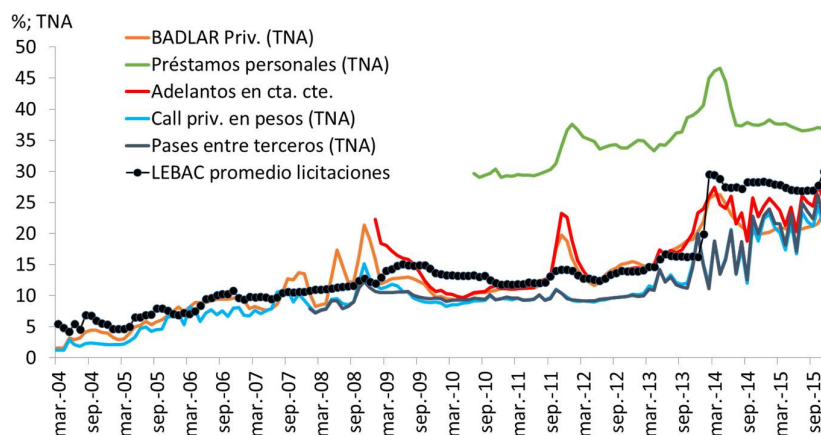
**Gráfico 15. Tasa de interés real expost de las LEBAC**



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC e institutos de estadística provinciales.

La mencionada suba de tasas de interés de las LEBAC en 2014 evidenció la importancia de estos títulos en la instrumentación de la política monetaria, dado su traslado al resto de las tasas del mercado financiero local (ver Gráfico 16). Esta relevancia también quedó en evidencia en octubre del mismo año, cuando la autoridad monetaria estableció un nivel mínimo para las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo de las personas humanas hasta un cierto límite de monto<sup>43</sup>. En efecto, las tasas mínimas se definieron a partir de una proporción respecto a la tasa de interés de las LEBAC más próximas a los 90 días de plazo<sup>44</sup>.

**Gráfico 16. Tasa de LEBAC en el mercado primario y tasas de mercado**  
**Promedios mensuales**



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

<sup>43</sup> Este límite se definió como el importe de la cobertura del seguro de garantía de los depósitos.

<sup>44</sup> Ver la Comunicación "A" 5640 del 7 de octubre de 2014.

### 3.3. Las LEBAC en el régimen de metas de inflación

El período que abarca desde fines de 2015 a 2018 marca un cambio respecto al régimen monetario y macroeconómico general, donde nuevamente las LEBAC también tuvieron un rol destacado.

En una primera instancia, desde 2016 hasta principios de 2018, cambió la estrategia de financiamiento del déficit fiscal y, si bien se mantuvo el financiamiento monetario, se privilegió la emisión de deuda en moneda extranjera en los mercados de deuda internacionales. Diversas medidas como el pago a los *holdouts* de la deuda en Nueva York y la liberalización del mercado cambiario bajaron en unos 500 puntos básicos el costo del crédito del Tesoro y permitieron el financiamiento externo. Luego, ante el cierre de los mercados, la suba del riesgo país y la crisis cambiaria, el financiamiento se conseguiría a través de un préstamo *Stand-by* con el FMI.

En este marco, las LEBACs fueron utilizadas tanto para esterilizar el financiamiento monetario como los excedentes generados por el proceso de endeudamiento externo. El cambio de composición en el financiamiento del Tesoro, al que se sumaron las emisiones de deuda de los gobiernos subnacionales y las empresas y el ingreso de capitales de no residentes que se posicionaron en LEBAC, trajo consecuencias sobre la política monetaria, puesto que dicho ingreso de dólares tuvo su contrapartida en una emisión de pesos que debía esterilizarse para mantener el mercado monetario estabilizado en el nivel de tasa de interés deseado por el BCRA.

La colocación de LEBACs en este período debe entenderse en el marco de la política monetaria contractiva implementada por el BCRA. Si bien el año 2016 se caracterizó por una política de transición, en el que no existió un esquema formal de metas de inflación, se utilizaron activamente las LEBAC para esterilizar los excedentes monetarios. Más aún, la tasa de interés de la especie de 35 días fue definida como la tasa de política del BCRA.

Posteriormente, en 2017 y 2018 la estrategia antiinflacionaria consistió en la aplicación de un régimen de metas de inflación con flotación cambiaria. En este esquema, la tasa de política monetaria fue el centro del corredor de pases a 7 días<sup>45</sup>. No obstante, durante el primer año de este régimen monetario las LEBAC representaron un 90% del total de los pasivos remunerados del Banco Central y, a partir de operaciones en el mercado secundario<sup>46</sup>, se utilizaron para mantener las tasas del sistema financiero en torno a la tasa de política monetaria.

La esterilización consistente con el mantenimiento de una política monetaria estricta significó una aceleración en el crecimiento del stock de LEBACs, que ya había arrancado en 2014. Este proceso continuó hasta principios de 2018, previo al inicio de la crisis cambiaria y reversión del flujo de capitales (ver Gráfico 17). Este crecimiento del stock fue agravado por un acortamiento de la vida promedio del mismo. En efecto, a partir de 2016 en las colocaciones primarias se comenzaron a ofrecer plazos promedios más cortos a los habituales (ver Gráfico 1), lo que redundó en un proceso de reducción de la vida media del stock de LEBAC en

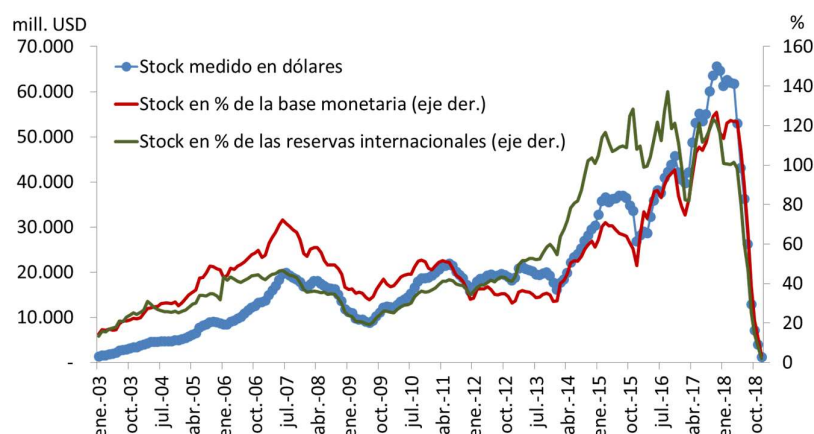
---

<sup>45</sup> Ver Informe de Política Monetaria del BCRA de octubre de 2016.

<sup>46</sup> Ver Informes de Política Monetaria del BCRA de los años 2016, 2017 y 2018.

circulación que, si bien formaba parte de un proceso iniciado en 2013, se profundizó en esta última etapa (ver Gráfico 2).

**Gráfico 17. Medidas alternativas del stock de LEBAC y NOBAC – promedios mensuales**



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

### 3.4. Crisis cambiaria y eliminación de las LEBAC

Hacia la primera mitad de 2018 el esquema macroeconómico iniciado a fines de 2015 entró en crisis. Las explicaciones de los factores que desencadenaron este proceso son variadas: algunas interpretaciones señalaron los riesgos de la continua formación de activos externos en un contexto de libre movilidad de capitales y endeudamiento público dentro de los factores desencadenantes de la crisis (Bortz y otros (2019); Feldman y Formento (2019)); Libman y Palazzo (2019)); otras explicaciones ubicaron a la dominancia fiscal y la pérdida de credibilidad del BCRA luego del cambio de metas de inflación junto con la coincidencia de shocks inesperados (suba de la tasa de interés internacional y la sequía agrícola de 2018) como elementos centrales (Sturzenegger (2019)); también se señalaron como elementos desestabilizadores la debilidad de la demanda de dinero, la falta de credibilidad del banco central y la utilización de la tasa de interés como instrumento principal (Cachanosky y Ferrelli Mazza (2021)).

Si bien no hay un consenso sobre las causas que estuvieron detrás de la crisis del régimen de metas de inflación, podría decirse que previo a la crisis se dio la acumulación de ciertos desbalances. En concreto, en los años previos se registró un creciente déficit de cuenta corriente (ver Gráfico 12), una política fiscal expansiva combinada con una política monetaria contractiva<sup>47</sup> (implementada fundamentalmente con LEBAC y pasivos pasivos; ver Gráfico 15) y desde fines de 2015 un régimen de tipo de cambio flexible. La salida de capitales registrada en

<sup>47</sup> Vale destacar que la política monetaria estricta implementada por el BCRA en este período se explicó por metas de inflación que planteaban una convergencia muy rápida respecto a la inercia propia de una economía con inflación crónica. Las metas originales, definidas a fines de 2016, fueron de 12% a 17% para 2017, de 8% a 12% para 2018 y de 5% a partir de 2019. Esta trayectoria planteaba una desinflación desde el 39,4% de diciembre de 2016. Ante la dificultad de cumplir las metas, estas fueron modificadas en diciembre de 2017, estableciéndose en 15% para 2018, 10% para 2019 y 5% para 2020

2018 propició una devaluación de la moneda doméstica y un desanclaje general de los precios internos, lo que motivó el abandono de las metas de inflación.

En relación con lo anterior, Blanchard (2004) y Favero y Giavazzi (2004) señalan los problemas que puede enfrentar una economía emergente con metas de inflación, déficit fiscal y elevado endeudamiento, donde una política monetaria estricta podría generar una mayor inflación. Asimismo, la dinámica que tomaron los flujos de capital, con fuertes ingresos desde 2016 hasta principios de 2018 que financiaron el déficit de cuenta corriente en un contexto de tipo de cambio real apreciado, planteaba un riesgo para la estabilidad del sector externo (Sula (2010), Agosin y Huaita (2012)).

En este marco, las inconsistencias macroeconómicas se materializaron principalmente a través de un desarme de posiciones en LEBAC por parte de no residentes y personas jurídicas no bancarias, que tuvo su contrapartida en una creciente presión sobre el tipo de cambio. Asimismo, luego de dos años de endeudamiento externo<sup>48</sup>, la deuda se había ubicado en una trayectoria insostenible<sup>49</sup>, lo que propició un cierre de los mercados internacionales de crédito<sup>50</sup> (Al-Amine y Willems (2020)).

El Banco Central respondió de diversas formas a las tensiones cambiarias, tanto mediante ventas netas de divisas como incrementando la tasa de interés de referencia. Pese a la política monetaria y cambiaria activa, no pudo contenerse la demanda de activos externos, por lo que el tipo de cambio subió 101% en 2018 y el riesgo país se ubicó en torno a los 800 puntos básicos a fines del mismo año.

Frente al cierre de los mercados internacionales de deuda, y como mecanismo de refuerzo de las reservas internacionales en un contexto de elevadas ventas de divisas del BCRA al sector privado, en junio de 2018 se firmó con el FMI un acuerdo *Stand-by* de carácter extraordinario a tres años por \$50.000 millones<sup>51</sup>, un monto equivalente al 38% de los préstamos del organismo.

En el marco de este acuerdo con el FMI se definió un programa por el cual el Tesoro cancelaría anticipadamente el stock de letras intransferibles del BCRA, con el objetivo de reducir el stock de LEBAC.

La persistente presión sobre el tipo de cambio luego de la primera firma del préstamo motivó que en septiembre del mismo año se reforzara el acuerdo con el FMI, llevando a USD 57.000 millones el monto total del programa y adelantando desembolsos en 2018 y 2019. En este contexto, y dado que el cierre de posiciones en LEBAC fue el factor desencadenante de la crisis de balanza de pagos, a fines de 2018 comenzó a implementarse gradualmente un plan de eliminación de dicho instrumento<sup>52</sup>. Con el correr de los meses, el stock licitado sería inferior a

---

<sup>48</sup> En dicho período Argentina había emitido deuda externa por un total de USD 56.000 millones.

<sup>49</sup> Posteriormente, el 19 de febrero de 2020, mediante una Nota técnica el FMI afirmaría la materialización de los riesgos que ubicaron a la deuda pública en un sendero insostenible.

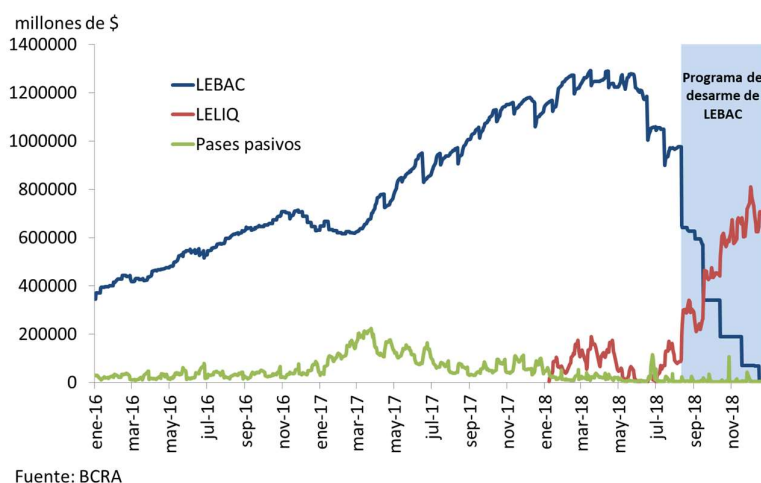
<sup>50</sup> El riesgo país escaló hasta alcanzar los 814 puntos básicos a fines de 2018, más que duplicándose respecto al año previo (+463 puntos básicos).

<sup>51</sup> Ver Comunicado de prensa número 18/245 del Fondo Monetario Internacional.

<sup>52</sup> [http://www.bcra.gov.ar/Noticias/BCRAlebac\\_programa\\_cancelaci%C3%B3n.asp](http://www.bcra.gov.ar/Noticias/BCRAlebac_programa_cancelaci%C3%B3n.asp)  
Comunicación A6548 del 13 de agosto de 2018

los vencimientos, por lo que a diciembre de dicho año ya no existían las LEBACs como instrumento de regulación monetaria (ver Gráfico 18).

**Gráfico 18. Stock de pasivos remunerados del BCRA entre 2016 y 2018**



### 3.5. De las LEBAC a las LELIQ

El instrumento elegido para reemplazar la LEBAC fue la Letra de Liquidez del Banco Central (LELIQ)<sup>53</sup> que, a diferencia de la anterior tienen un plazo menor al mes y sólo pueden ser suscriptas y negociadas por las entidades financieras, quienes pasaron a ser los tenedores de la totalidad de los pasivos remunerados del BCRA. Las LELIQ, si bien fueron lanzadas en enero de 2018, recién comenzaron a utilizarse masivamente con la cancelación de las LEBAC. Ya en 2019 explicaron un 92% del total de pasivos remunerados del BCRA, siendo el 8% restante explicado por los pases pasivos.

Detrás de este reemplazo de las LEBAC por LELIQ subyacía la idea de que el acceso de los agentes privados no financieros a los instrumentos emitidos por el BCRA era un problema. No obstante, existieron grandes diferencias en el tipo de tenedores. Al tiempo que el acceso de los residentes no financieros fomentó una mayor tasa de interés real en pesos, una mayor competencia en el sector financiero por la captación de depósitos a plazo y una mejor transmisión de la política monetaria hacia el resto de la economía, el acceso de los no residentes únicamente estimuló ingresos de capital de corto plazo, y, por ende, elevados riesgos de reversión en los flujos.

Como consecuencia del desanclaje nominal explicado fundamentalmente por la depreciación del tipo de cambio, y del desarme de las posiciones en LEBAC (principal factor de expansión de

Comunicación B11734 del 13 de agosto de 2018

Comunicación B11749 del 14 de septiembre de 2018

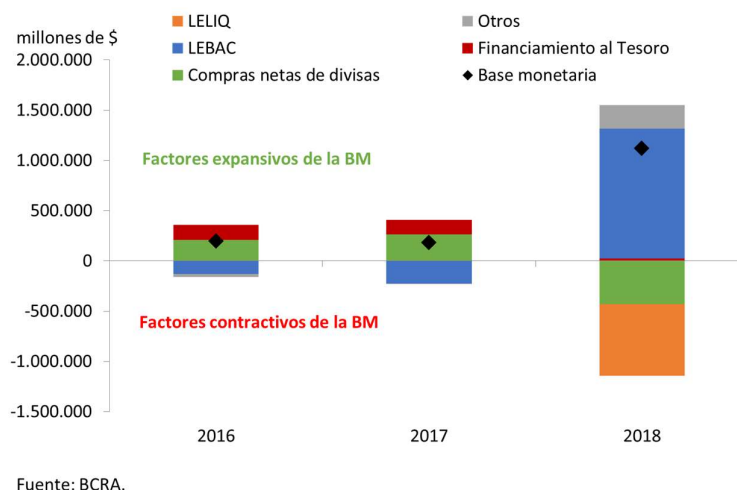
Comunicación B11764 del 12 de octubre de 2018

Comunicación B11779 del 16 de noviembre de 2018

<sup>53</sup> Comunicación A6426 y B11651 del 10 de enero de 2018 y Comunicación A6576 del 1 de octubre de 2018.

la base monetaria en el año), el *stock* de pasivos remunerados del BCRA cerró 2018 en un nivel muy por debajo del alcanzado en 2017, tanto en términos del PIB, como en términos reales y medidos en dólares. Asimismo, en 2018 las ventas de divisas al sector privado terminaron convirtiéndose en uno de los factores de contracción de la base monetaria, junto con la emisión de las nuevas LELIQ (ver Gráfico 19).

**Gráfico 19. Factores de explicación de la base monetaria. Años 2016-2018.**



#### 4. Conclusión

Los Bancos Centrales cuentan con diversos instrumentos para regular la liquidez de la economía y así asegurar que funcionen adecuadamente los canales de transmisión de la política monetaria para alcanzar sus objetivos. Con posterioridad a la crisis de la Convertibilidad, el Banco Central de la República Argentina comenzó a emitir sus propios títulos de deuda para llevar adelante su política monetaria. En este trabajo nos centramos en el período 2002-2018, donde las LEBAC ocuparon una relevancia central.

En base al relevamiento detallado de los cambios normativos que se dieron en este período podemos afirmar que no hubo un solo tipo de LEBAC, sino que hubo muchas versiones diferentes, que incluso podrían extenderse a su sucesora LELIQ. En este sentido, uno de los principales aportes de este trabajo es recopilar las distintas comunicaciones y regulaciones que se fueron adoptando sobre estos instrumentos, completando lo que consideramos un vacío en la literatura económica de las últimas décadas.

Hemos incluido en este repaso a las NOBAC, ya que la existencia de estos títulos nos plantea preguntas relevantes para la implementación de la política monetaria. ¿Hay que diferenciar entre un exceso de liquidez “estructural” y uno de más corto plazo? ¿Hay que utilizar distintos instrumentos para esterilizar cada tipo de liquidez? Como se ha visto en la historia reciente, grandes vencimientos de estos títulos pueden generar procesos disruptivos cuando hay un cambio en las expectativas de los agentes. En este sentido, esterilizar con instrumentos de más largo plazo, como fueron las NOBAC, pudo contribuir a reducir estos riesgos, dejando el

manejo de la liquidez de corto plazo a instrumentos más cortos, cuyo stock debería mantenerse acotado.

Las LEBAC surgieron en medio de un contexto de crisis bancaria y cambiaria, y atravesaron distintos regímenes monetarios, tanto los esquemas de control de agregados (primero base monetaria y luego M2) y el sistema más flexible caracterizado por la flotación administrada del tipo de cambio y un BCRA enfocado en el crédito doméstico, como el régimen de metas de inflación con flotación cambiaria del período 2017-2018.

A su vez, estos títulos funcionaron como una reserva de liquidez que permitieron al BCRA implementar rápidamente una política monetaria expansiva frente a la crisis financiera internacional de 2008-2009.

En términos generales, los títulos emitidos por el BCRA se utilizaron para esterilizar diferentes tipos de expansión monetaria: por compra de reservas ante superávit de cuenta corriente; por financiamiento del déficit fiscal; y por compra de dólares provenientes de deuda externa y flujos de capitales de corto plazo.

Asimismo, estos títulos se caracterizaron por su flexibilidad, asumiendo diversas modalidades de acuerdo con el objetivo planteado. Las especies en pesos a tasa fija fueron la principal referencia del sistema financiero e instrumento de esterilización; las especies a tasa variable a mediano plazo se establecieron durante algunos años como medio de esterilización más estable; las especies con ajuste CER se emitieron como alternativa dentro de una estrategia de diversificación de pasivos; los títulos con ajuste por dólar, cuyo objetivo fue incentivar una mayor liquidación de divisas; y los títulos en dólares, como mecanismo de incentivo a la captación de depósitos en dólares. Los diversos plazos y modalidades de colocación primaria, junto con el tipo de tenedores permitido, también fueron factores que mutaron en el tiempo, acorde a las necesidades y objetivos de la política económica.

La eliminación del stock de LEBAC en diciembre de 2018 dio lugar a su sucesora: las LELIQ. Forman parte de una misma lógica, en la cual el BCRA posee autonomía operativa para implementar su política monetaria a partir de un instrumento propio. Y si bien podrían verse como una variante más de las LEBAC, tienen una diferencia fundamental: sólo pueden ser adquiridas por el sector financiero local. Como se ha visto en los últimos años, esto genera una demanda mucho más estable por estos títulos, ya que las entidades financieras tienen limitadas las alternativas de colocación de sus excedentes financieros. Con estos títulos no existe el alto riesgo de no renovación al vencimiento que existía con las LEBAC en manos de agentes privados no financieros tanto residentes como no residentes.



## Referencias

- Agosin M. R. y Huaita F., "Overreaction in capital flows to emerging markets: Booms and sudden stops", 2012. *Journal of International Money and Finance*, 31, pages. 1140–1155.
- Al-Amine, R. y Willems, T., "Investor Sentiment, Sovereign Debt Mispricing, and Economic Outcomes", 2020. IMF Working Paper 20/166.
- Banco Central de la República Argentina. Carta Orgánica.
- Banco Central de la República Argentina. Balances anuales. Años 2002-2018.
- Banco Central de la República Argentina. Informes al Honorable Congreso de la Nación del BCRA. Años 2002-2018.
- Bastourre D., Carrera J. e Ibarlucia J., "Commodity Prices in Argentina. What does Moves the Wind?", 2008. Money affairs.
- Bastourre, D., Carrera, J. e Ibarlucia, J., "What is Driving Reserve Accumulation? A Dynamic Panel Data Approach", 2009. *Review of international economics*.
- Bastourre, D., Carrera, J. e Ibarlucia, J., "En busca de una quimera: enfoques alternativos para el tipo de cambio real de equilibrio en Argentina", 2008. En J. Torres, R. Fuentes, J. Carrera, & T. N. da Silva Filho (Eds.), "Estimación y Uso de Variables no Observables en la Región" (Vol. 1, pp. 244-312). Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA.
- Bastourre D., Carrera J., Ibarlucia J. y Sardi M., "Dos síntomas y una causa: Flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales", 2012. *Estudios BCRA* N° 2012/57.
- Belini C. y Korol J. C., "Historia económica de la Argentina en el siglo XX", 2012. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Bello O. D., Heresi R. y Pineda R. E., "El tipo de cambio real de equilibrio: un estudio para 17 países de América Latina", 2010. *Serie Macroeconomía para el Desarrollo*, No. 82, UN-ECLAC.
- Blanchard O., "Fiscal dominance and inflation targeting: Lessons from Brazil", 2004. NBER Working Paper Número 10389.
- Bortz P., Toftum N. y Zeolla N. H., "Adopción y abandono de la política monetaria de metas de inflación en la argentina: entendiendo su fracaso desde un enfoque estructuralista", 2019.
- Cachanosky N. y Ferrelli Mazza F. J., "Why did inflation targeting fail in Argentina?", 2021. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, V. 80.
- Carrera J. y Restout R., "Determinantes de largo plazo del tipo de cambio real en América Latina", 2007.
- Carrera, J. E., Maciel, G., y Rodríguez, E. (2020). La flexibilidad de un instrumento de política monetaria: El caso de las LEBAC en Argentina. LV Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (Modalidad virtual, 18 al 20 de noviembre de 2020)

- Damill M., Frenkel R. y Rapetti M., "La deuda argentina: historia, default y reestructuración", 2005. Desarrollo económico, vol. 45, Nº 178, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), julio-septiembre.
- Fanelli J. M., "Crecimiento, inestabilidad y crisis de la Convertibilidad en Argentina", 2002. Revista de la CEPAL, No. 77.
- Favero C. A. y Giavazzi F., "Inflation targeting and debt: Lessons from Brazil", 2004. NBER Working Paper Número 10390.
- Feldman, G. D. y Formento, A., "Marco regulatorio cambiario y dinámica del sector externo: un análisis del caso argentino reciente", 2019. Cuadernos de Economía, 38(77), 631-654.
- Féliz M., "Un estudio sobre la crisis en un país periférico: La economía argentina del crecimiento a la crisis, 1991-2002", 2011. Buenos Aires, editorial El Colectivo. (Orlando Fals Borda). En Memoria Académica.
- Frenkel J., "El Impacto inflacionario de la depreciación cambiaria de 2002 en Argentina", 2003. UBA.
- Garegnani M. L. y Escudé G. J., "An estimation of the equilibrium real exchange rate of Argentina: 1975-2004", 2005.
- Libman E. y Palazzo G., "Inflation targeting, disinflation, and debt traps in Argentina", 2019.
- Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social y Oficina de País de la Organización Internacional del Trabajo para la Argentina, "Macroeconomía, empleo e ingresos: debates y políticas en Argentina frente a la crisis internacional 2008-2009", 2012.
- Montiel P. J., "Equilibrium real exchange rates, misalignment and competitiveness in the Southern Cone", 2007. Serie Macroeconomía del Desarrollo, No. 62, UN-ECLAC.
- Parmigiani, C. y Dapena, J.L., "El desempeño de las Letras y Notas del Banco Central de la República Argentina. Período 2002-2004", 2005.
- Rua, M. y Zeolla, N., "Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente", 2018. Revista Problemas del Desarrollo, 194 (49).
- Sturzenegger F., "Macri's Macro. The meandering road to stability and growth", 2019. Universidad de San Andrés, D.T. número 135.
- Sula O., "Surges and Sudden Stops of Capital Flows to Emerging Markets", 2010. Open Economies Review V. 21, pags. 589-605.

## Anexo 1. Principales plazos de emisión de las LEBAC

| Fecha  | Plazo en Meses |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
|--------|----------------|---|---|---|---|---|---|---|---|----|
|        | 1              | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| ene-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-03 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-04 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-05 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-06 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |

| Fecha  | Plazo en Meses |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
|--------|----------------|---|---|---|---|---|---|---|---|----|
|        | 1              | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| ene-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-07 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-08 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-09 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-10 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |

| Fecha  | Plazo en Meses |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
|--------|----------------|---|---|---|---|---|---|---|---|----|
|        | 1              | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| ene-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-11 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-12 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-13 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-14 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |

| Fecha  | Plazo en Meses |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
|--------|----------------|---|---|---|---|---|---|---|---|----|
|        | 1              | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| ene-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-15 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-16 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-17 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ene-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| feb-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| mar-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| abr-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| may-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jun-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| jul-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| ago-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| sep-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| oct-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| nov-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |
| dic-18 |                |   |   |   |   |   |   |   |   |    |

## Anexo 2. Modificaciones normativas

| Comunicación          | Fecha                    | Descripción                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------|--------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| COMUNICACION "B" 7155 | 12 de marzo de 2002      | Licitación de Letras del Banco Central de la República Argentina en pesos y en dólares estadounidenses                                                                                                  |
| COMUNICACIÓN "A" 3696 | 21 de agosto de 2002     | Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC). Negociación en el mercado secundario de tenencias de las entidades financieras.                                                             |
| COMUNICACIÓN "B" 7543 | 9 de octubre de 2002     | Reglamentación a ser aplicada en las Licitaciones de Letras del Banco Central de la República Argentina                                                                                                 |
| COMUNICACIÓN "B" 7616 | 27 de noviembre de 2002  | Reglamentación a ser aplicada en las Licitaciones de Letras del Banco Central de la República Argentina. Modificación                                                                                   |
| COMUNICACIÓN "B" 7621 | 2 de diciembre de 2002   | Reglamentación a ser aplicada en las Licitaciones de Letras del Banco Central de la República Argentina. Modificación.                                                                                  |
| COMUNICACIÓN "B" 7734 | 24 de febrero de 2003    | Licitación de LEBAC en Pesos, en Dólares Estadounidenses y en Pesos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (C.E.R.).                                                             |
| COMUNICACIÓN "B" 8064 | 1 de diciembre de 2003   | Licitación de LEBAC y NOBAC en Pesos y en Pesos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (C.E.R.).                                                                                 |
| COMUNICACIÓN "A" 4143 | 21 de mayo de 2004       | Operaciones de regulación monetaria. Participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de Lebacks y secundarios de compra/venta de Lebacks y Nobacs.                              |
| COMUNICACIÓN "A" 4715 | 26 de septiembre de 2007 | Emisión de Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente, "LEBACS INTERNAS" y "NOBACS INTERNAS"                                                                                        |
| COMUNICACIÓN "A" 4736 | 22 de noviembre de 2007  | Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente. Com A 4715, tenedores y depósito.                                                                                                       |
| COMUNICACIÓN "A" 5050 | 18 de marzo de 2010      | Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente. Modificación de la Com. "A" 4736                                                                                                        |
| COMUNICACIÓN "A" 5078 | 26 de mayo de 2010       | Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente. Definición de "residente" aplicable.                                                                                                    |
| COMUNICACIÓN "A" 5100 | 16 de julio de 2010      | Letras y Notas del BCRA con negociación interna. Incorporación de otras personas jurídicas como tenedores. Modif. Com. "A" 5078.                                                                        |
| COMUNICACIÓN "A" 5206 | 17 de junio de 2011      | Letras y Notas del BCRA con negociación interna exclusivamente. Modificación de las Com. "A" 5078 y "A" 5100.                                                                                           |
| COMUNICACIÓN "A" 5502 | 12 de diciembre de 2013  | Emisión de Letras Internas del Banco Central de la República Argentina (LEBACs) en pesos liquidables por el Tipo de Cambio de Referencia Com. "A" 3500.                                                 |
| COMUNICACIÓN "A" 5527 | 27 de enero de 2014      | Emisión de Letras Internas del Banco Central de la República Argentina (LEBACs) en dólares estadounidenses.                                                                                             |
| COMUNICACIÓN "A" 5656 | 30 de octubre de 2014    | Relanzamiento de Letras Internas del Banco Central de la República Argentina (LEBACs) en pesos liquidables por el Tipo de Cambio de Referencia Com. "A" 3500. Modificación de la Com. "A" 5502          |
| COMUNICACIÓN "A" 5711 | 10 de febrero de 2015    | Relanzamiento de LEBACs en dólares estadounidenses. Adecuación de spreads máximos. Modificación de la Com. "A" 5527.                                                                                    |
| COMUNICACIÓN "A" 5854 | 17 de diciembre de 2015  | Relanzamiento de Letras Internas del Banco Central de la República Argentina (LEBACs) en pesos liquidables por el Tipo de Cambio de Referencia Com. "A" 3500. Modificación de la Comunicación "A" 5656. |
| COMUNICACIÓN "A" 5856 | 17 de diciembre de 2015  | Letras del BCRA en dólares estadounidenses. Derogación del régimen dispuesto por Com. "A" 5711 y                                                                                                        |

|                       |                         |                                                                                                                                                                            |
|-----------------------|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                       |                         | su reemplazo por subasta holandesa                                                                                                                                         |
| COMUNICACIÓN "A" 5865 | 28 de diciembre de 2015 | Letras y Notas del BCRA en pesos. Eliminación de restricciones a su tenencia y negociación. Derogación de la Comunicación "A" 5206 y su reemplazo por una nueva normativa. |
| COMUNICACIÓN "A" 5974 | 16 de mayo de 2016      | Lanzamiento de Letras del BCRA en pesos "Segmento Interno".                                                                                                                |
| COMUNICACIÓN "A" 6296 | 11 de agosto de 2017    | Subasta de Letras del BCRA – Segmento Interno. Horario de apertura para la carta de posturas en la Rueda LICI del SIOPEL – Modificación de la Com. "A" 5974.               |
| COMUNICACIÓN "A" 6548 | 13 de agosto de 2018    | Letras del Banco Central de la República Argentina. Limitación.                                                                                                            |