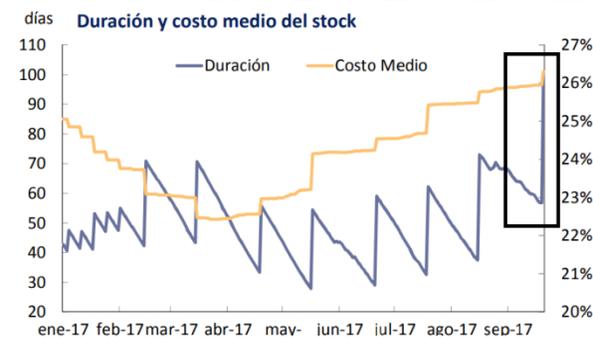
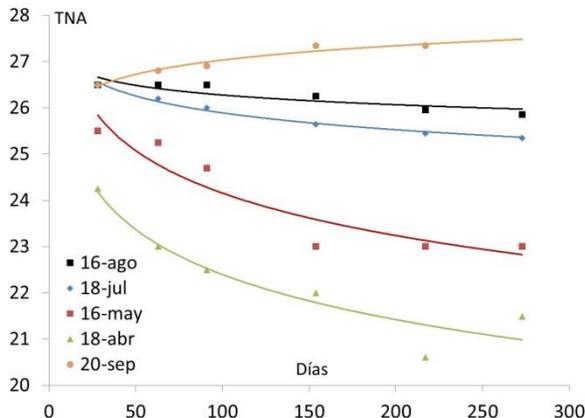


22 de Septiembre de 2017

## Lebac: seleccionado plazos

El último martes se llevó a cabo la licitación y renovación mensual de lebac en el mercado primario. Como anticipaba el mercado, la autoridad monetaria empujó la curva para distribuir sus vencimientos. En las próximas licitaciones veremos un menor monto a renovar dado que el Central logró estirar los plazos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA - informe mensual subastas de LEBACs.

La estrategia del Banco Central de subir las tasas largas no es del todo clara. En primer lugar, porque la inflación está bajando en los últimos meses. En segundo lugar, si la intención es descomprimir los vencimientos para evitar sustos frente a una eventual sorpresa electoral, llega un mes tarde. Como mencionamos en otra oportunidad ([ver acá](#)), el BCRA y el Ministerio de Finanzas podrían haber tomado más recaudos antes de las PASO, cuando el resultado era una verdadera incógnita.

Ahora bien, situándonos de nuestro lado del mostrador como inversores, ¿qué puntos debemos considerar a la hora de elegir los plazos de colocación?

- El primer punto a tener en cuenta es la liquidez. La letra corta (primer vencimiento) concentra gran parte de las operaciones. Recordemos que el plazo más negociado para todas las letras es el contado inmediato, con lo cual, estos títulos son un excelente instrumento para el manejo de liquidez. Por el incremento del stock para los restantes vencimientos en la última licitación, seguramente con el correr de las ruedas estos plazos también acrecentarán su liquidez. Para los que utilicen las lebac como money market, es recomendable mantener una porción en la corta, dado que seguirá mostrando la mayor liquidez y la menor volatilidad, por una simple cuestión de duration.
- Otro punto a considerar son las expectativas de inflación. Más optimista sea uno respecto al ritmo al cual se reduce la inflación, mayor incentivo a colocarse en letras largas para cubrirse de una eventual baja de tasas. La meta del BCRA es del 10% para el 2018, mientras que las expectativas medidas por el REM se ubican en el 15,50%. A mi juicio, salvo que se utilice en exceso el ancla cambiaria, la inflación estará más cerca del REM que de la meta.
- También debemos tener en cuenta el grado de dogmatismo del BCRA. Por más que la inflación vaya cayendo, si las expectativas para los próximos meses se mantienen por encima de la meta establecida, el Central no tendrá muchos incentivos para bajar la tasa de interés real (esperada). Esto quiere decir que recortará la tasa nominal cuando las expectativas estén más alineadas con la meta, y esto puede no coincidir exactamente con los menores registros de inflación que vayan saliendo. Básicamente, es lo que estamos viendo en los últimos meses, un Central más ortodoxo.
- Hoy contamos con dos incentivos para posicionarnos largos. Por un lado, están las expectativas de una inflación a la baja y la consiguiente reducción de tasas. En este contexto, mientras mayor sea el plazo al cual fijo la tasa, mejor. Por otro parte, la curva tomó pendiente positiva, mayor plazo mayor tasa.

- Sin embargo, contamos con un motivo para posicionarnos cortos, que es la frecuencia de capitalización. Cuantas más veces capitalizó los intereses, mayor será la tasa efectiva. Con lo cual, la curva de tasas efectivas sigue mostrando una pendiente negativa.
- En el siguiente cuadro observamos las tasas de corte de la licitación del martes, tanto en términos de tasa nominal anual como de tasa efectiva. En la última columna colocamos las tasas forward efectivas entre vencimientos. Esta columna no es otra cosa que la hipotética tasa de renovación que haría indiferente el plazo de colocación. En otras palabras, si considero que las futuras tasas de corte serán similares a la última columna del cuadro, el resultado al final del día es el mismo bajo cualquier estrategia. El mercado convalida un descenso gradual de 7 puntos de acá a mayo del 2018. Algo que, a priori, luce bastante razonable.

LETRA	VTO	PRECIO	DIAS	TNA	TASA EFECTIVA ANUAL	TASA IMPLICITA DE RENOVACION
I18O7	18/10/2017	980,08	28,00	26,50%	30,00%	
I15N7	15/11/2017	960,38	56,00	26,89%	30,15%	29,61%
I20D7	20/12/2017	936,95	91,00	26,99%	29,85%	28,09%
I17E8	17/01/2018	918,29	119,00	27,29%	29,88%	27,90%
I21F8	21/02/2018	896,56	154,00	27,34%	29,54%	25,84%
I21M8	21/03/2018	880,01	182,00	27,35%	29,22%	24,44%
I18A8	18/04/2018	864,06	210,00	27,35%	28,91%	23,49%
I16Y18	16/05/2018	848,67	238,00	27,35%	28,61%	22,61%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA. Tasas de Corte

En resumen, considerando los motivos descriptos, creo que recién ahora vale la pena comenzar a mirar algunos plazos más largos. Hasta el momento, el posicionamiento corto brindaba el mayor atractivo. En las próximas semanas, ya sea por alguna oportunidad en el mercado secundario o en la siguiente licitación, sería conveniente analizar la extensión de los plazos, pero siempre resguardando una porción en letras cortas.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe