

## LOS INVERSORES EN LEBACS ENCONTRARON INCENTIVOS PARA POSICIONARSE LARGO

Jueves 5 de Octubre de 2017

**E**l esquema monetario vigente, donde el BCRA define la tasa de interés y retira a ese precio todos los excedentes de liquidez ha derivado en un crecimiento acelerado del stock de Lebac. Esto se ha producido básicamente porque las fuentes de expansión de la base monetaria generan un incremento en la cantidad de pesos circulando mayor a la demanda real de dinero. Por lo tanto el BCRA se ve obligado a absorber esos excedentes.

Ene-Sep 2017		
	En Arg\$ M	En % Expansión
<b>Expansión Base Monetaria</b>	<b>488.669</b>	<b>100%</b>
Compras de USD al tesoro	193.270	40%
Asistencia al Tesoro	103.980	21%
Intereses Lebac	188.347	39%
Otros factores	3.072	1%
Absorción via Lebac	-442.228	-90%
<b>Expansión Base Monetaria</b>	<b>46.441</b>	<b>10%</b>

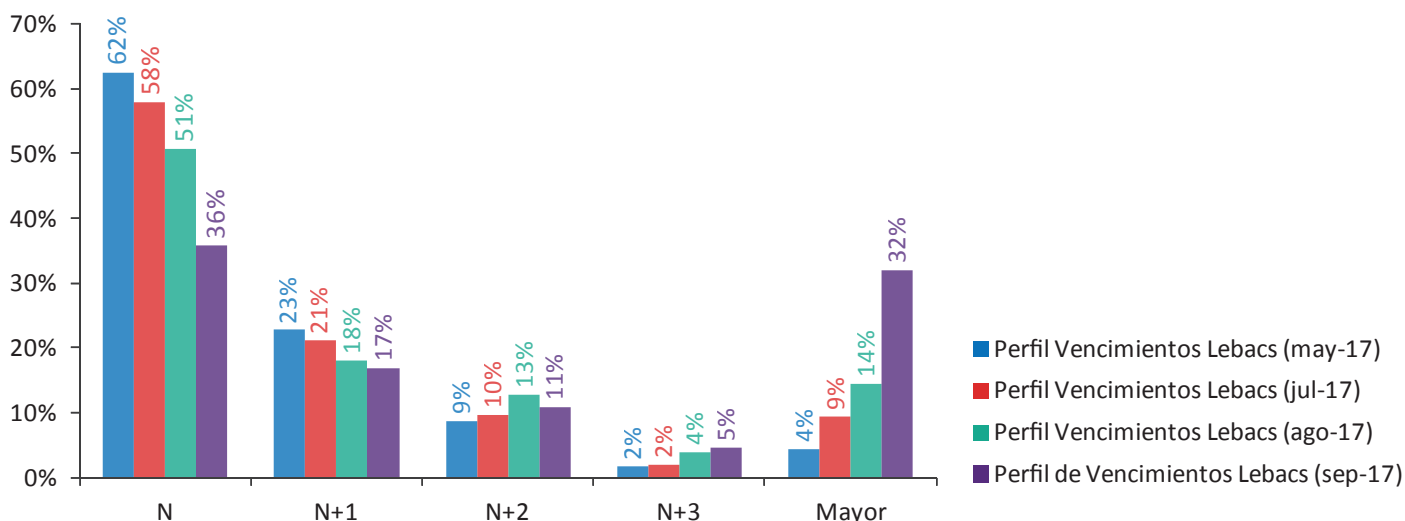
Como se observa en el cuadro anterior, el 99% de la expansión de la Base Monetaria se explica por operaciones surgidas de necesidades del sector público. Ya sea por venta de dólares obtenidos vía financiamiento externo, por asistencia directa del BCRA para cubrir déficit o por el impacto de los intereses de las Lebac emitidas por el BCRA (costo de la política monetaria).

En definitiva, este esquema vigente implica que aumenta el nivel de reservas del BCRA (casi USD 11.000 millones en 2017), pero en contrapartida se expanden las Lebac (USD 26.00 millones en lo que va del año).

Hasta ahora el BCRA había buscado mantener la mayor proporción posible de las Lebac en plazos cortos, con la expectativa de aprovechar rápidamente un descenso en las tasas de interés y disminuir así el costo financiero que este stock de Lebac implica. Recién en los dos últimos meses y ante la incertidumbre que ha generado en los mercados cada nueva licitación de Lebac por la magnitud de los vencimientos y las dudas que pudieran existir sobre el eventual destino de

esos fondos (expansión monetaria o mercado cambiario), la autoridad monetaria ha decidido empezar a estirar el plazo promedio de esos pasivos.

BCRA BUSCA DESCONECTAR VENCIMIENTOS DE LEBACS



El objetivo lo ha logrado, los vencimientos con plazo mayor a 3 meses pasaron de ser el 5% del stock de letras al 32% entre mayo y septiembre de este año. El salto mayor se dio en el último mes cuando pasó de 14% a 32%.

Para lograr esa diversificación de vencimientos, el BCRA debió convalidar una curva de tasas de interés que mostrara un claro sesgo a favor del largo plazo. Para ello el rendimiento de los plazos mayores necesita ser mayor al que surge de colocar a corto plazo e ir renovando al vencimiento capital más intereses de nuevo a corto plazo.

Hemos realizado ese ejercicio para los valores vigentes en las licitaciones de Lebacs desde principios de año hasta ahora. Buscamos comparar el rendimiento de colocaciones cortas con renovación de capital e intereses versus las colocaciones largas. Los resultados muestran como recién en la última licitación quedó claro que la opción más larga tenía una leve preferencia por sobre las colocaciones cortas. Esto asumiendo que la tasa de renovación de las colocaciones más cortas se ubica en los niveles esperados por el mercado (REM-BCRA).

En el siguiente cuadro se muestran los resultados de dicho ejercicio teórico, donde para cada mes expuesto se presentan los rendimientos anualizados de colocaciones cortas y su renovación versus el rendimiento de la colocación larga para el mismo plazo.



Rendimientos anualizados		3M	5M	7M	9M
Mar-17	Corto	24,5	25,9	27	27,9
	Largo	21,7	21,2	20,8	21
Jun-17	Corto	26,8	27,4	27,9	28,2
	Largo	25,5	25,3	24,7	24,4
Ago-17	Corto	27	27,3	27,6	27,7%
	Largo	26,5	26,2	26	25,9%
Sep-17	Corto	26,8	27	27,2	27,2%
	Largo	27	27,3	27,4	27,4%

En definitiva, recién en septiembre han quedado bien claros los incentivos para estirar los plazos. Para el BCRA esto implica que acepta que el costo promedio de sus pasivos sea menos sensible a las bajas esperadas de tasas de interés, es decir que cuando logre adecuar el ritmo inflacionario a sus metas y pueda bajar de manera más acelerada las tasas de interés, el costo promedio de dichos pasivos seguirá alto hasta que se vaya produciendo gradualmente la renovación de las Lebac.

