

¿LAS LETES TAMBIÉN IMPLICAN UN RIESGO?

25 de JULIO de 2018

En los últimos años se fue acumulando un abultado stock de Lebac's que terminó convirtiéndose en uno de los principales obstáculos a resolver por la economía argentina. La salida de parte de esos fondos no pudo ser absorbida por un mercado cambiario chico y fue responsable en parte de la volatilidad del tipo de cambio de los últimos meses. El temor actual es que suceda algo parecido con las Letes del Tesoro, el instrumento que más se ha utilizado en las últimas semanas para atraer a aquellos inversores que querían salir del peso y dolarizar sus carteras. ¿Cuál es el riesgo de que esto también se convierta en un problema serio?

Para poder responder esa pregunta lo primero que hay que entender es cuáles son las diferencias entre las Lebac's y las Letes, ya que son muy marcadas y hacen a su impacto fiscal y monetario.

Instrumento	LEBACS	LETES
Emisor	BCRA	Tesoro Nacional
Moneda	Pesos	Dólares
Tasa de Interés	46,5% a 28 días	5,5% a 1 año
Stock Actual (En USD)	USD 35.000 Mill	USD 14.800 Mill
Impacto Monetario	Expansivo	Neutro
Suscripción	A Descuento	A Descuento
Impacto Fiscal	Déficit Cuasifiscal	Paga intereses
Riesgo de Impago	Nulo	Equiparable a otros bonos locales

Las Lebac's son un instrumento monetario del BCRA, por lo tanto están en pesos y el pago de sus intereses implica un aumento del stock mismo de Lebac's, ya que se suscriben a descuento, es decir que la tasa de interés surge por la diferencia entre el valor nominal y el monto

ofrecido por cada lámina. Esto implica que en cada licitación se aumenta el Stock de Lebac's por los intereses que devengarán esos instrumentos. A las cifras actuales de Arg \$ 950.000 millones de Lebac's (equivalentes a USD 35.000 millones), el pago de intereses implica un aumento de Arg\$ 420.000 millones anuales en el stock de Lebac's (Tasa promedio del 44,5% anual). Este factor explica la principal razón del problema de las Lebac's, el crecimiento acelerado del stock por el alto nivel de las tasas de interés en pesos.

En el caso de las Letes, al estar nominadas en dólares tienen una tasa de interés mucho más baja. Si se compararan Letes y Lebac's al mismo plazo, la diferencia de rendimiento estaría dada por la devaluación esperada y por la prima de riesgo que tiene el Tesoro por sobre el BCRA.

La tasa de interés en dólares hace que el stock de este instrumento crezca (en dólares) a un ritmo mucho más bajo que las Lebac's y por lo tanto nunca se espiralizará de la manera en que sucedió con el instrumento monetario. Pero en contrapartida, por tratarse de un instrumento en moneda extranjera, una eventual devaluación incrementará el peso relativo de este pasivo con respecto al resto de la economía encareciendo su pago.

Vencimientos de Letes y Lebac's	LETES USD Mill	LEBACS \$ Mill
III-18	4.300	793.105
IV-18	5.500	154.620
I-19	3.300	
II-19	950	
III-19	750	
TOTAL	14.800	947.725
Tasa Promedio	4,75%	44,50%
Intereses Anuales	703	421.738

Para el Tesoro este instrumento resulta conveniente porque implica un menor pago de intereses que otro en pesos (de cara el resultado financiero), ya que los intereses se computan como egreso, pero el ajuste por tipo de cambio no tiene ese impacto. El otro punto a diferenciar es el plazo promedio, ya que mientras las Lebac's se han concentrado siempre en el plazo más corto (de 28 a 35 días), en las Letes el Tesoro está buscando inversores a plazos más largos.

En definitiva, se trata de instrumentos diferentes, que por lo tanto conllevan riesgos distintos. En el caso de las Letes, al estar los vencimientos mejor distribuidos y tener un ritmo de capitalización de intereses más bajos, el riesgo en el corto plazo es menor, pero no deja de existir. De todas maneras sigue implicando la necesidad de renovar más de USD 1.200 millones promedio por mes en el mercado doméstico. En un escenario tranquilo esto no supondría problemas, pero en la medida que se acerque el proceso electoral, si las encuestas no son favorables al oficialismo podría implicar una dificultad mayor por renovar esos vencimientos.

De hecho en los últimos meses no se ha logrado renovar los vencimientos, siendo recién la licitación de ayer la primera en varias semanas con ofertas cercanas al 100% y que permitió la convalidación de una baja en las tasas de interés.

En el mediano plazo los principales temores pasan por evaluar cómo evoluciona la capacidad de pago del Tesoro Nacional ante diferentes escenarios de devaluación, más que a la concentración de vencimientos. Por lo tanto creemos que la valoración de este instrumento debe realizarse en el marco del análisis global de la capacidad de repago del Tesoro Nacional y no como un riesgo independiente.