

Sobre la Pendiente de la curva de Lebac (Sep-17)

Damian Pierri

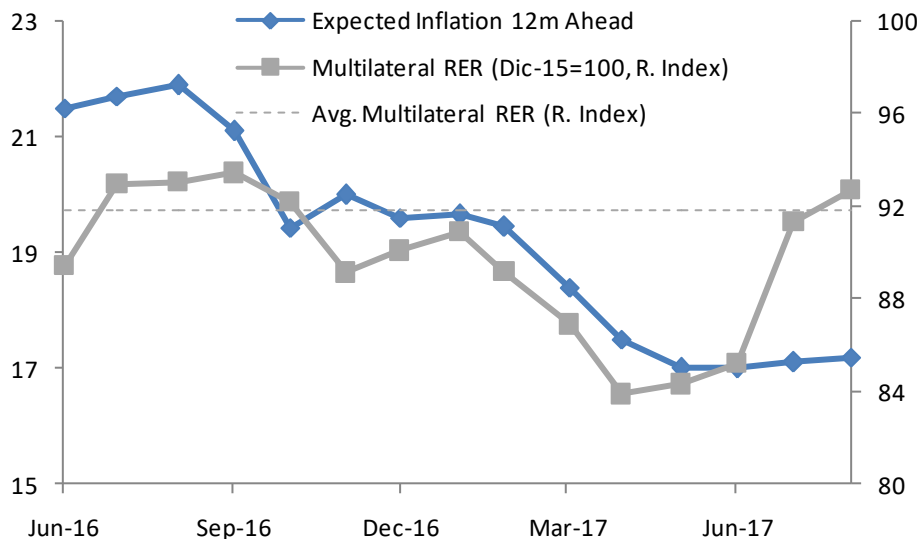
damian.pierri@gmail.com

Creo que nos queda al menos un mes más para aprovechar el tramo largo de la curva de Lebac, el cual otorga rendimientos con cobertura similares a los del tramos largo de la curva “Dollar – Hard” (Inédito!!).

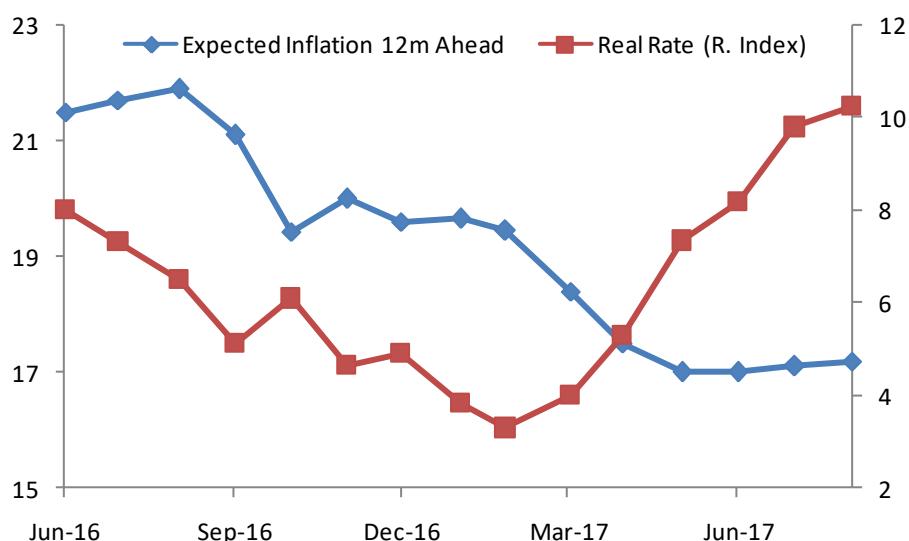
En un régimen de metas de inflación, como el que viene implementando el BCRA desde el inicio de la gestión de Cambiemos, las autoridades monetarias cuentan con un único instrumento relevante: la tasa de interés nominal de referencia. En nuestro caso, esta tasa está representada por la curva de rendimientos de las letras que emite mensualmente la institución.

Con este instrumento debe atacar múltiples objetivos: i) reducir la tasa de inflación, ii) estabilizar el tipo de cambio, iii) ordenar su perfil patrimonial. Los objetivos i) y ii) los “ataca” con el tramo corto de la curva mientras que el iii) con el tramo largo.

Luego del resultado de las PASO, mejor a lo esperado por el mercado, las presiones sobre el tipo de cambio nominal cedieron; dando lugar a un retroceso del tipo de cambio real bilateral (el tipo de cambio subió 8.5% en el acumulado del año vs. un 17% de inflación para el mismo período). Sin embargo, en su versión multilateral ponderada por participaciones en el comercio internacional, el índice se encuentra en torno al promedio histórico de la serie bajo la administración Macri; por lo que podemos concluir que el frente externo se encuentra ordenado. La naturaleza idiosincrática del “shock” relevante (i.e. las PASO) permiten esta configuración de variables.



Por otra parte, en las últimas licitaciones primarias el BCRA viene optando por realizar una renovación parcial de sus vencimientos de letras para luego esterilizar la consecuente emisión mediante intervenciones en el mercado secundario. Con el propósito de mejorar su perfil patrimonial, viene “incentivando” las colocaciones en el tramo largo. A su vez, las expectativas de inflación todavía se encuentran por encima de los objetivos de las autoridades (1% mensual a fin de año), por lo que el tramo corto de la curva se mantiene a niveles de mayo-17. Por lo tanto, la curva se empinó y la tasa de interés real subió marcadamente; llevando los rendimientos con cobertura Rofex a niveles del 6%, en línea con la renta corriente del tramo largo de la curva de dólares (DICA) por primera vez en esta administración.



A pesar de la suba de la tasa real los niveles de actividad se vienen recuperando a muy buen ritmo y, sorprendentemente también lo hacen los créditos al sector privado. La modalidad UVA, que permite estirar los plazos de los créditos, hace que la relación cuota ingreso baje ostensiblemente permitiendo el otorgamiento por parte de las entidades.

Por lo tanto, aunque la tasa “larga” luce excesiva no está teniendo consecuencias severas sobre los niveles de competitividad bien medidos y de actividad. Teniendo en cuenta que los próximos datos de inflación, en especial “núcleo” y en alimentos y bebidas, se ubicaran cómodamente por encima del 1% que pretende el BCRA y el perfil de vencimientos todavía se encuentra altamente concentrado en el corto plazo (generando que todos los meses el BCRA deba renovar casi 1 base monetaria) creo que vamos a tener al menos un mes más de esta configuración de tasas y expectativas de inflación /devaluación *tornando el tramo largo de la curva de Lebacs “imbatible”* ya que no requiere la reinversión de cupones trimestrales cómo sus equivalentes emitidos por el Tesoro (TJ20 / AMX9).