

Cuatro objetivos, un instrumento: Lebac

Resumen y conclusiones

- El rally de mercado que siguió al resultado de las PASO encuentra impulsos renovados en los últimos indicadores económicos.
- La novedad esta semana sin embargo pasó por las decisiones de política monetaria del BCRA, donde vemos cambios que revelan nuevos objetivos y restricciones, relevantes para proyectar retornos de activos en pesos.
- Para las semanas que siguen, reiteramos nuestra visión de favorecer la toma de riesgo. Aumento táctico de duración en los bonos en USD, suba de la proporción de acciones, aumento de la proporción de moneda local sobre el total y extensión de duración en la curva de Lebac.

José M. Echangüe
Estratega

☎ + 54 11 2206 2206

✉ comercial@consultatioinvestments.com

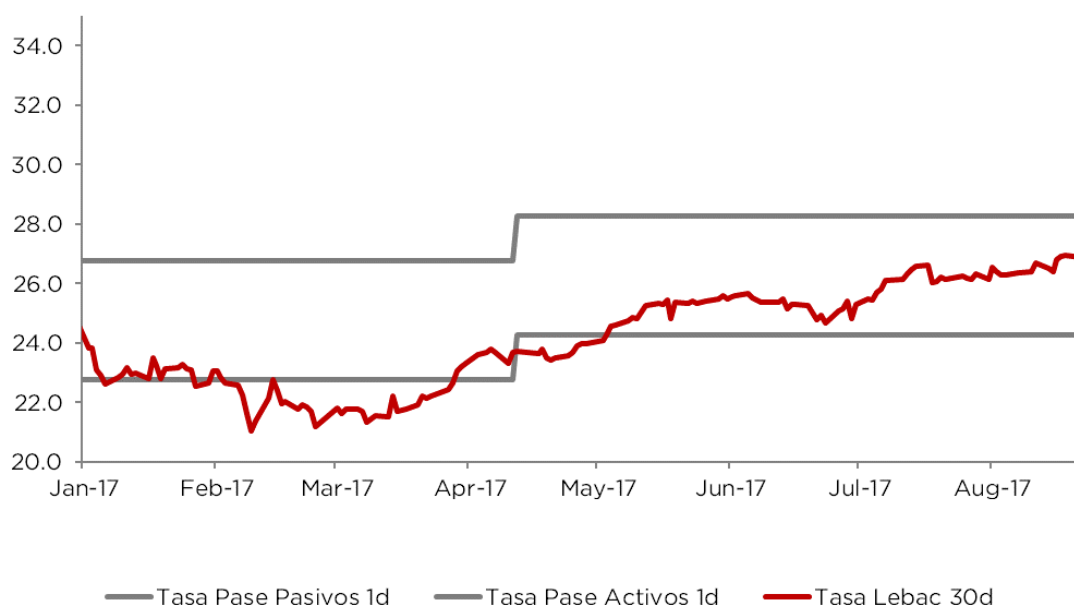
Cuatro objetivos, un instrumento: Lebac

El rally de mercado que siguió al resultado de las PASO encuentra impulsos renovados. Esta semana se conoció que la economía creció más rápido en junio, el déficit fiscal bajó en julio, y los datos de sector externo mostraron un repunte en las importaciones de bienes de capital.

Con subas de +2.59% en acciones (vs +3.66% Consultatio Acciones Argentinas), +0.34% bonos soberanos en USD (vs + 0.52% Consultatio Renta Fija y 0.63% Consultatio Income Fund) y la compra de ARS 30.000 millones de nuevos bonos en ARS colocados a un menor rendimiento que la emisión original, el mercado tomó nota de los nuevos indicadores.

En este marco, la novedad esta semana sin embargo pasó por las decisiones de política monetaria del Banco Central. El martes la autoridad monetaria ratificó la decisión tomada en Abril de mantener el centro del corredor de pases en 26.25%, y promovió un aplanamiento de la pendiente de la curva de Lebac.

Lebac es la tasa de referencia efectiva de la política monetaria



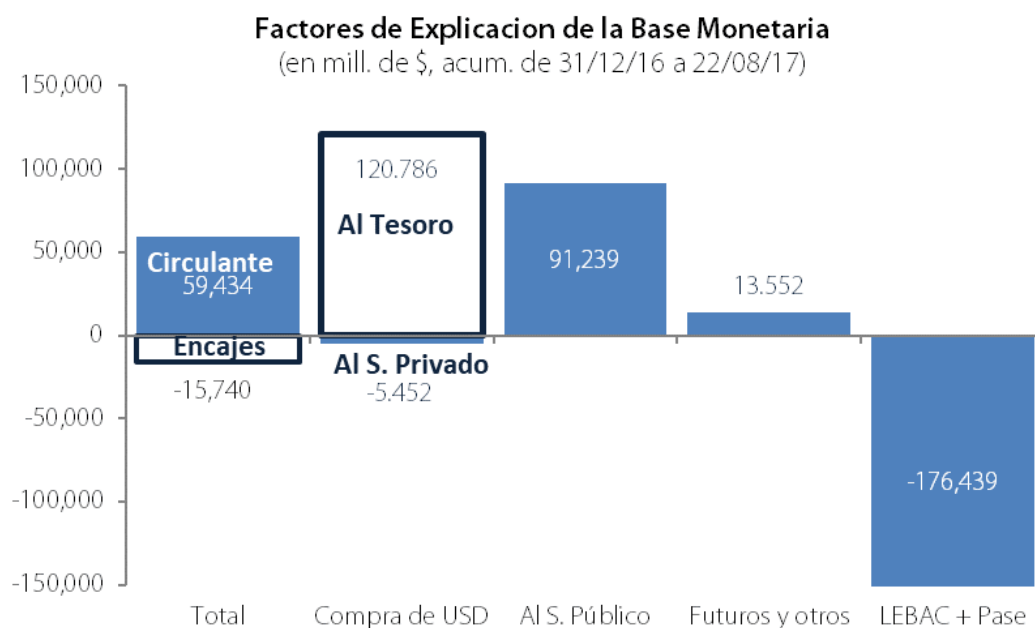
Creemos que estos cambios son relevantes en la medida en que revelan nuevos objetivos y restricciones que enfrenta el Banco Central para conducir la política monetaria. Estos insumos se vuelven claves para proyectar escenarios de retornos para activos en pesos.

Cuatro objetivos, un instrumento: Lebac

Al objetivo primario de inflación reflejado en el establecimiento de metas, desde Abril el Banco Central agregó el de “acumulación de reservas”. En la práctica resultó ser una forma velada de contener la apreciación excesiva que mostraba el Peso vs el resto de las monedas. Esto quedó claro pocas semanas más tarde, cuando el shock externo provocado por la crisis de Brasil forzó una depreciación de nuestra moneda y permitió que el Banco Central deje de intervenir para sostener la cotización. Si a esto le agregamos que en Julio, previo a las PASO se corrió de la punta compradora hacia la vendedora, el mensaje es claro: más allá de del objetivo de inflación, el Banco Central interviene para moderar desviaciones significativas de lo que considera es el valor de equilibrio de la moneda.

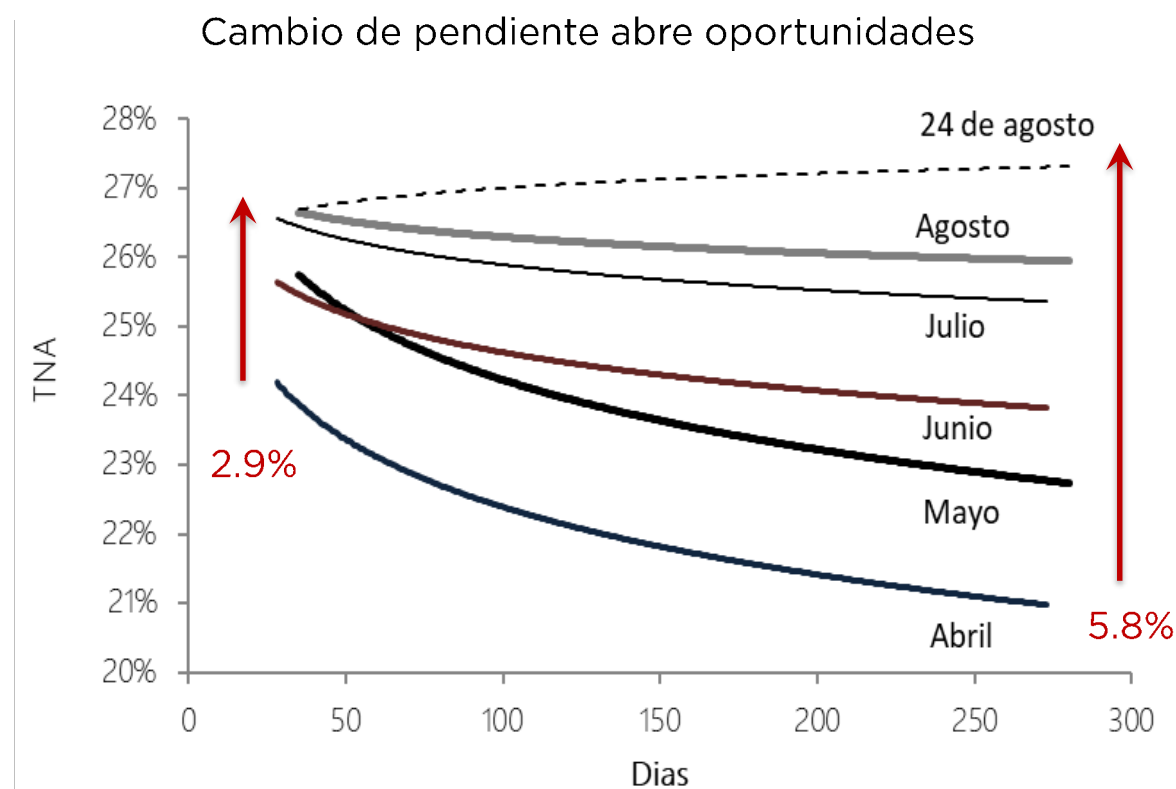
Con la suba de tasas de rendimiento de Lebac que forzó desde Abril (período en el que las tasas de referencia del corredor de pases se mantuvieron inalteradas) la autoridad monetaria convalidó una vieja presunción: con un sistema financiero tan chico y enfocado en lo transaccional, y un stock de Lebac que es de 12 veces mas grande que el de Pases, la verdadera tasa de referencia de la política monetaria no es la de Pases, sino la de Lebac, que termina siendo el vehículo más relevante para coordinar expectativas de inflación.

La intervención vía Lebac adquirió un volumen tal que hoy supera al de los pesos en circulación, y se explica por la necesidad de moderar el ritmo de expansión de la base monetaria. Contener el crecimiento de la base se vuelve entonces un tercer objetivo, subsidiario al de las metas de la inflación. Especialmente si se tiene en cuenta la incidencia de necesidades de financiamiento del Tesoro.



Cuatro objetivos, un instrumento: Lebac

El cambio de pendiente de la curva de Lebac es revelador de un cuarto objetivo: disminuir el riesgo de renovación en los vencimientos mensuales. Al promover este cambio, el Banco Central también está admitiendo que el proceso de desinflación será más lento de lo que se preveía hace algún tiempo y/o que la tasa de interés real para lograrlo necesita ser más alta para lograrlo.



En los meses previos, el Banco Central promovió un ajuste fuerte de tasas donde los plazos más largos fueron los que mayores subas registraron. En nuestro escenario base, la inflación terminará el año alrededor de 22%, vs el 17% de la meta oficial. Con estas proyecciones y la curva actual de tasas, las Lebac del tramo medio y largo de la curva ofrecen una tasa de interés real (por encima de inflación) para fin de año se ubica en niveles de 7%. Estos valores están bastante por encima de los que son obtenibles a través de instrumentos ajustables por CER, y en buena medida, explican el peor desempeño relativo que estuvieron mostrando estos títulos en las últimas semanas.

Para las semanas que siguen hasta las elecciones legislativas, reiteramos nuestra visión de favorecer la toma de riesgo. Aumento táctico de duración en los bonos en USD, suba de la proporción de acciones dentro del portafolio, aumento de la proporción de moneda local sobre el total y extensión de duración en la curva de Lebac.

Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. (“Consultatio”), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° 351 y Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n°47 , en ambos casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.