

## LeTes y Lebac: un análisis de dos alternativas eficientes de bajo riesgo

Durante el año pasado, las Letras del Tesoro en dólares y las Lebac cobraron un importante protagonismo, al punto de difundirse a gran escala entre el público inversor como alternativas eficientes de diversificación de carteras y manejo de capital de trabajo con un retorno esperado muy interesante en relación al acotado riesgo de la inversión.

La presente nota busca describir en forma muy breve las principales características de ambos instrumentos y analizar el atractivo de los mismos frente a las alternativas de ahorro “tradicionales” en la Argentina: la compra de dólares billete y la constitución de plazos fijos.

En principio, debe realizarse una distinción entre la colocación en moneda local y en moneda extranjera. Siempre desde el punto de vista de un inversor individual o una compañía que busca lograr un retorno para su capital asumiendo muy bajos niveles de riesgo<sup>1</sup>, la colocación en moneda extranjera presenta el atractivo de eliminar el riesgo cambiario y asegurar el capital en dólares (un activo muypreciado dada la historia macroeconómica de la Argentina en las últimas décadas), mientras que la inversión en instrumentos en pesos de corto plazo resulta muy eficiente para la administración del capital de trabajo, particularmente en el caso de las empresas.

En el caso de la **inversión en dólares**, la compra de dólares billete constituye el refugio tradicional de los argentinos, tanto en momentos de incertidumbre como incluso en momentos de bonanza macroeconómica, ante la perspectiva de que “la Argentina enfrenta una crisis terminal por década”, una creencia sustentada en la historia de hiperinflaciones, licuaciones, confiscaciones y megadevaluaciones que el país atravesó en las últimas décadas y quedaron grabadas en la memoria colectiva. De hecho, e incluso ante las discusiones en torno a la existencia de una “bicicleta financiera” derivada de las altas tasas de interés en pesos convalidadas por el BCRA en un contexto de dólar con escasa volatilidad, en los primeros 5 meses del año los argentinos adquirieron en el mercado de cambios el equivalente a US\$16.588 millones con fines de atesoramiento, reflejando el atractivo que todavía conlleva la moneda norteamericana.

Con respecto a las Letras del Tesoro en dólares, creemos que constituyen un vehículo más eficiente para la consecución del objetivo de eliminar el riesgo cambiario, ofreciendo al mismo tiempo un retorno esperado en moneda extranjera mucho mayor a la simple compra de dólares billetes. En este sentido, y como se observa en el cuadro que acompaña la presente nota, una inversión en la LeTe emitida el 14 de junio pasado ofrece un retorno total en dólares neto de

---

<sup>1</sup> Esto es, que no busca maximizar el retorno de su inversión calibrando el riesgo asumido. El mercado local ofrece un sinnúmero de otros instrumentos que ofrecen un mayor rendimiento esperado que las Lebac y las LeTes, aunque requieren la decisión de asumir mayores niveles de riesgo (entendido como la volatilidad de la inversión y la incertidumbre de obtener efectivamente el retorno esperado a priori).

comisiones de 6,2% durante el horizonte de inversión (535 días), frente a 0% en el caso de la tenencia de dólares billetes. El atractivo de las LeTes frente a la tenencia de dólares billete surge por dos vías: la compra del instrumento a descuento y la posibilidad de suscribir el bono al tipo de cambio mayorista, que en general se ubica varios centavos por debajo del minorista vendedor que ofrecen los bancos<sup>2</sup>. Si bien las LeTes de mayor plazo no presentan una elevada liquidez, el inversor individual puede en general venderlas en períodos cortos dada la demanda que existe por parte de fondos de inversión que se posicionan en estos instrumentos, aprovechando el atractivo que ofrecen para diversificar la cartera y reducir la exposición al riesgo de *duration*<sup>3</sup>.

Por otro lado, **la inversión en instrumentos en pesos** de corto plazo resulta relevante a la hora de disponer la administración de capital de trabajo, lo que requiere asumir bajos niveles de riesgo y mantener la liquidez en la misma moneda en la cual deberán asumirse las eventuales obligaciones que el inversor individual o la firma deban afrontar en el corto o mediano plazo. En este caso, la alternativa “tradicional” es el plazo fijo bancario, que requiere la inmovilización del capital durante un determinado lapso de tiempo contra el cobro de una tasa de interés, que actualmente se ubica en torno a 19% anual en el caso de la Badlar (tasa promedio del sistema financiero por plazos fijos mayores a \$1.000.000) y 16,9% anual para depósitos a 30-44 días menores a \$100.000.

Nuevamente, el atractivo de la Lebac radica en dos características diferenciales frente al plazo fijo: la mayor tasa de retorno ofrecida (25,5% anual en la última licitación por el instrumento a 28 días) y la alta liquidez del instrumento, que permite acceder a la liquidez en forma prácticamente inmediata, sin tener que esperar al vencimiento del instrumento. En efecto, y en lo que resulta una oportunidad poco común en finanzas, esto implica que puede obtenerse un mayor retorno esperado rotando de Lebac a plazo fijo reduciendo al mismo tiempo el riesgo asumido, una característica de gran valor sobre todo cuando se está administrando el capital de trabajo de una compañía.

El atractivo en términos de retorno puede comprenderse recurriendo a un ejemplo numérico. La colocación de \$1.000.000 en un plazo de 30 días devenga intereses por \$15.917, llevando a un retorno de 1,6% en el horizonte de inversión (20,9% anualizado), mientras que la misma inversión al 21 de junio en la Lebac con vencimiento el 19 de julio deriva en el cobro de una renta neta de

---

<sup>2</sup> La LeTe a 535 días se ofreció a un precio de 952,78 dólares cada 1.000 de valor nominal (tasa anual de 3,4% en dólares), mientras el tipo de cambio mayorista considerado fue de \$15,892, frente a un vendedor minorista del Banco Nación de \$16,10. El descuento de la LeTe es mayor cuanto mayor sea el plazo, ofreciendo de esta manera un retorno esperado más atractivo. En la misma licitación se ofrecieron LeTes a 224 y 364 días, con tasas en dólares de 2,85% y 3,1%.

<sup>3</sup> La *duration* es una medida de la sensibilidad de un bono. A mayor *duration*, mayor volatilidad (tanto hacia arriba como hacia abajo) en el precio de un instrumento frente a cambios en la tasa de retorno exigida por el mercado.

comisiones de \$19.833, consistente con un retorno de 1,9% en 28 días y 27,1% anualizado. Si además se recuerda que la Lebac presenta un menor nivel de riesgo, la dominancia del instrumento frente al plazo fijo queda reforzada.

Por lo antedicho, recomendamos enfáticamente el posicionamiento en LeTes frente a la tenencia de dólares billetes en el caso del inversor cuya prioridad es el mantenimiento del capital en dólares, y en Lebac para el inversor o la firma que busca administrar en forma eficiente y con muy bajo riesgo sus excedentes de liquidez en moneda local.

### Alternativas de inversión comparadas

	Pesos*		Dólares*	
	Lebac	Plazo Fijo	LeTe	Compra billete
	en \$		en USD	
<b>Capital Inicial en \$</b>	<b>1.000.000</b>			
<b>Capital Final en la moneda</b>	<b>1.019.833</b>	<b>1.015.917</b>	<b>66.043</b>	<b>62.112</b>
<b>Retorno horizonte de inversión en la moneda</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>6,2%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Retorno anualizado en la moneda</b>	<b>27,1%</b>	<b>20,9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>0,0%</b>

\*La inversión en pesos compara la Lebac a 28 días emitida el 21 de junio con un plazo fijo mayorista, mientras que la inversión en dólares compara una inversión en la LeTe a 535d emitida el 14 de junio con la compra de dólar billete en la misma fecha.