

Analizar las expectativas: ¿Tasa, Dólar o inflación?

¿Qué inversión generará un mayor rendimiento? ¿Subirá más la tasa en pesos, la tasa de inflación o la tasa de devaluación? Por suerte, el Mercado de Capitales tiene instrumentos disponibles para aquellos que crean que alguna de estas variables superará a las otras.

A continuación, analizaremos cada uno de los casos, exponiendo cuáles son los principales títulos y los riesgos que se asumen con cada uno.



Federico Leffler*

Tasa en pesos

Actualmente, la única tasa conocida que podemos decir con certeza cuál es, es la tasa de interés. Esta tasa la fija el Banco Central (BCRA), a través de la tasa de política monetaria, con el objetivo de lograr que la inflación se acerque a la meta estipulada. Hoy, esa tasa se encuentra en el orden del 27,25%. Si creo en una tasa de interés en pesos positiva en términos reales, es decir, que la tasa de interés será superior a la tasa de inflación anual, y que la tasa de devaluación también será menor, entonces es claramente preferible poner el dinero en tasa a gastarlo o comprar dólares. El incentivo de una tasa real positiva atractiva le sirve al BCRA para lograr sacar los pesos excedentes del Mercado y, así, tratar de controlar la inflación.

¿Con qué instrumentos cuenta el inversor en caso de querer colocarse en tasa en pesos? Desde hace ya un año y medio, el instrumento favorito del mercado para este tipo de inversión es la LEBAC. La LEBAC es una letra del BCRA que se emite a descuento, sin cupón, es decir que tiene una tasa de interés implícita; y va desde los 28/30 días hasta los 270 días, dependiendo el mes en el que se licite. Actualmente, en este instrumento podemos encontrar

tasas promedio del 26%. A la hora de invertir en LEBACS, gran parte del análisis debería orientarse a cuál será la política de tasas que tenga el BCRA. Para esto hay dos caminos: un primer escenario donde se respeta la política de tasas, no sucede la baja esperada de la tasa de inflación y, adicionalmente, las expectativas de inflación se alejan mucho de la meta. El BCRA debería seguir subiendo la tasa de interés. El segundo escenario es el caso contrario: la inflación tiende a desacelerar y, por consiguiente, las tasas bajan.

Para aquellos inversores que crean que la inflación continuará en niveles altos habría dos alternativas: colocarse en bonos que ajustan por CER (lo analizaremos más adelante) o en LEBAC de corto plazo. Si creo que el BCRA necesitará seguir subiendo la tasa de interés, lo lógico es que me coloque en los tramos más cortos y aprovechar la reinversión a tasas más altas. Por el contrario, si creo que el BCRA tendrá éxito en la reducción de la inflación, y que eso se trasladará a una baja de la tasa, lo más probable es que me convenga posicionarme en el tramo largo de la curva de LEBAC y garantizarme, de esta forma, una tasa fija más alta en 270 días.

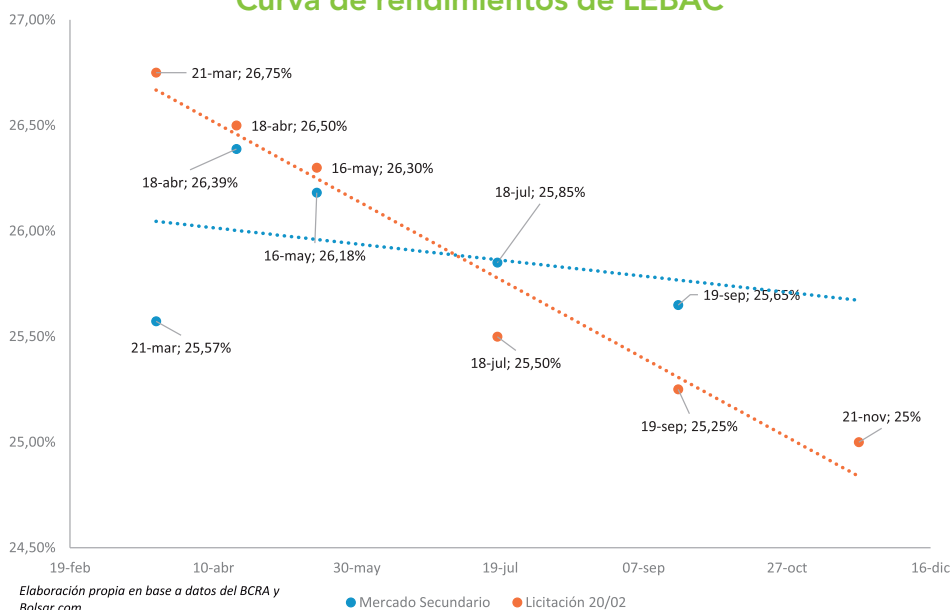
Hoy las LEBAC están entre los instrumentos más líquidos y negociados del

Mercado. Tienen un mercado secundario muy atractivo, sobre todo en los tramos más cortos —donde se da el grueso de la negociación—, lo que genera una ventaja contra, por ejemplo, un plazo fijo, ya que además de tener una tasa más alta cuenta con la posibilidad de salida de forma sencilla, a través de la liquidación de contado inmediato. Actualmente, este instrumento tiene una curva de tasas invertida, es decir que, a mayor plazo, menor es la tasa que se paga. Y hay dos motivos por lo que esto sucede: en primer lugar, por una decisión propia del BCRA de invertir la curva, mostrando una expectativa de la baja en la inflación; en segundo lugar, existe un convencimiento por parte del Mercado de que hay un proceso de desinflación, pero que éste es mucho más lento de lo que plantea el BCRA, y por eso se explica la diferencia entre la meta de la tasa de inflación y la propia tasa de las LEBAC. No está de más recordar que trabajamos con expectativas de tasa de inflación. En qué proporción la tasa de interés será real, lo sabremos recién dentro de un año, cuando compare-

mos la tasa de interés que hemos ganado con la tasa de inflación del período.

En cuanto a los riesgos, las LEBAC tienen un riesgo muy bajo de impago, pero sí existe un riesgo de inflación alto: en caso de necesidades de emisión monetaria, la tasa de inflación podría dispararse y terminar superando la tasa en la que estoy colocado. Con respecto al riesgo de devaluación, al estar este título emitido en pesos, siempre existe. Desde noviembre de 2017 se acrecentó la volatilidad del Dólar: antes de esa fecha, la ganancia en dólares que había dado este tipo de inversión fue realmente extraordinaria debido al bajo movimiento del tipo de cambio. Dependerá de las expectativas que tenga el inversor con respecto a los movimientos del tipo de cambio asignarle el nivel de incidencia a este riesgo. Por último, el riesgo de reinversión. Si el BCRA es exitoso con la política de desinflación, y me coloco a corto plazo, la reinversión será a tasas cada vez más bajas, con lo cual habría sido preferible colocarse a largo plazo. Dependerá de las expectativas de tasas futuras.

Curva de rendimientos de LEBAC



Títulos en dólares

La segunda posibilidad es que, como inversor, crea que no haya tasa —ni de interés ni de inflación— que le gane a la devaluación. En ese caso, como ahorrista tendría dos alternativas: comprar dólares en el mercado de cambios o invertir en títulos en dólares, siendo esta última la opción más conveniente, ya que obtengo un rendimiento al margen de cubrirme del riesgo cambiario. El Mercado de Capitales cuenta con un abanico de títulos de deuda en dólares muy grande, emitida tanto por el gobierno nacional como por los gobiernos provinciales. Cabe destacar que se trata de distintos niveles de riesgo, ya que las provincias claramente tienen un nivel más alto de riesgo que el gobierno nacional, y por ello pagan una tasa más elevada.

El bono más operado en el Mercado es un título del Estado Nacional denominado en dólares: el BONAR 2024 (AY24). Este bono vence en 2024 y tiene una muy interesante TIR del 4,98%. Asimismo, al ser un bono que se encuentra en el tramo corto de la curva, tiene una baja “Duración Modificada” (DM), es decir que tiene baja volatilidad y su precio no se verá tan afectado ante los vaivenes de las tasas de interés internacionales.

LA FED AVISÓ.

La Reserva Federal de los Estados Unidos ya ha anticipado en diversos comunicados la posibilidad de subas en sus tasas, y esto no solo afecta a la Argentina sino también a todos los países emergentes.

Un dato a tener en cuenta al realizar el análisis previo a la inversión es el interrogante sobre qué va a pasar con las tasas del Tesoro estadounidense. Recordemos que estas tasas son consideradas “libres de riesgo” y sirven como guía del mercado de deuda pública. La Reserva Federal de los Estados Unidos ya ha anticipado en diversos comunicados la posibilidad de subas en sus tasas, y esto no solo afecta a la Argentina sino también a todos los países emergentes. Esto es importante debido a que los movimientos de tasas afectan de forma muy notoria a los bonos más largos. La fuerte probabilidad de suba generó mucha volatilidad en los mercados en los últimos días. En caso de darse esta situación, también significaría que las nuevas salidas a tomar deuda serán más caras.

Si un inversor cree que las tasas van a subir, debería colocarse en el tramo corto, donde la volatilidad de las tasas tiene menos incidencia en el precio de los títulos. Los bonos largos generalmente se compran para, eventualmente, tomar ganancia contra el precio, ya que hay casos donde es mucho el tiempo para tenerlos hasta el vencimiento y ahí recae la importancia del mercado secundario.

Entre los riesgos de este tipo de instrumentos podemos mencionar el riesgo de inflación: el hecho de que el título esté en dólares no me garantiza que el bono va a correr igual que la tasa de inflación, ya que hemos tenido períodos donde la inflación le ganó al precio del Dólar. Otro de los riesgos es el riesgo de crédito: al no estar el título emitido en la moneda del país, existe el riesgo de impago. Mientras el mundo siga financiando al Estado Argentino no hay un riesgo de crédito o de *default*.

En definitiva, en el tramo corto de la curva podemos encontrar buenas tasas de retorno con un bajo nivel de volatilidad, que se va elevando en el tramo medio hasta llegar al tramo largo, que cuenta con



Código	Cotización (C/100 V.N. en \$)	Valor Técnico (C/100 V.N.)	Paridad	TIR anual (en moneda de emisión)	D.M.	% de Valor Residual	Monto efectivo negociado en \$	Promedio diario negociado - en \$
AY24	2.316,75	102,868	111,83%	5,07%	3,08	100,00%	27.579.388.605	1.532.188.256
AO20	2.240,00	103,267	107,70%	4,75%	2,277	100,00%	5.578.641.379	309.924.521
DICA	3.144,00	142,300	109,70%	7,08%	7,18	100,00%	4.933.194.261	274.066.348
DICP	866,00	769,629	112,52%	4,40%	8,17	100,00%	2.123.422.208	117.967.900
TC21	135,75	142,241	95,44%	3,99%	3,187	100,00%	1.967.799.602	109.322.200

Datos al cierre 28/02/2018 - Montos negociados del 01/02/2018 al 28/02/2018

Para los cálculos de Paridad y TIR de los Bonos nominados en dólares se considera la cotización en AR\$ y el Tipo de Cambio de Referencia del BCRA

más riesgo pero también con mayores retornos posibles si es que la Argentina hace bien las cosas.

Títulos que ajustan por inflación

Nuestro análisis continúa por la tasa de inflación. En caso de creer que esta tasa será mayor a la tasa de interés vigente, hay bonos que ajustan su capital por CER y, de esta forma, se podrá ganar esa tasa de inflación más un porcentaje. Este tipo de instrumentos son una alternativa interesante para quienes se quieran cubrir de la inflación. Dentro de los títulos que mes a mes van ajustando el capital por la tasa de inflación, los más líquidos son el TC21 y el DICP.

El Boncer 2021 (TC21) es un bono corto, tiene una menor duración modificada (3,19) y ofrece una tasa de retorno del 4% por sobre el ajuste de inflación. Por su parte, el Discount en pesos (DICP) ofrece un rendimiento del 4,4% pero al tener mayor duración modificada (8,17) sufre una mayor volatilidad a los cambios de la tasa de interés.

¿Cuál será la tasa de inflación? Acá entran a jugar fuertemente las expectativas, debido a que no podré conocer dicha tasa con certeza hasta dentro de un año. El último informe del BCRA de Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) da cuenta de una inflación esperada para los próximos 12 meses de 17,6%, mientras que para 2018 es de 19,9%. Recordemos, también, que las metas de inflación para 2018 son del 15%. Si analizamos la tendencia de la inflación entre diciembre de 2017 y

enero de 2018, sumado lo que se espera por febrero, existe una probabilidad muy grande de que no se pueda cumplir con dicha meta.

Los riesgos que se pueden encontrar en este tipo de inversión serían, en primer lugar, cambiarios, ya que el Dólar puede devaluarse por encima de la inflación; en segundo lugar, podría haber riesgo de tasa de interés, ya que pueden bajar los rendimientos ante subas adicionales de tasas. Pero no cuenta con riesgo inflacionario, obviamente, a menos que la inflación informada sea distinta a la real. Por otro lado, son de los títulos más negociados en el mercado.

Como caso adicional, nos encontramos con un título público bastante nuevo e interesante el cual es un bono corto, de vencimiento en 2020, con tasa fija, pero rendimiento garantizado sobre inflación que se conoció como *cláusula gatillo*. Este bono pagará lo que resulte mayor entre un interés del 1,6012% mensual (equivalente a un 21%) o el CER más un 4%.

Conclusiones

No importa dónde estemos parados a la hora de invertir: si entre los que creen que el Dólar será el activo por excelencia de 2018, o si lo será en cambio la tasa en pesos o la inflación, pues el Mercado de Capitales siempre ofrecerá activos que encajen con nuestras expectativas.

* Lic. en Mercado de Capitales
Gerencia de Difusión y Desarrollo
de Mercado de Capitales