

19 de Septiembre de 2014

Bonos en pesos: Alternativa Badlar

La fuerte suba del Merval en el último tiempo y el terreno incierto de los bonos en dólares nos obligan a analizar otras alternativas para los más conservadores. Si bien creo que con un horizonte de largo plazo las acciones y bonos tienen un extenso tramo todavía en el sendero de la normalización, esto no quita que en el camino tengamos tropiezos y mucha volatilidad.

Dentro de los activos con muy bajo riesgo de default se ubican los bonos en pesos. El riesgo de incumplimiento de la deuda en moneda doméstica es reducido para emisiones soberanas. No tiene mucho sentido defaultear un bono en una moneda que puedo emitir, más en nuestro país donde no tenemos demasiados prejuicios en imprimir algunos billetes de más.

Opciones en el mercado local

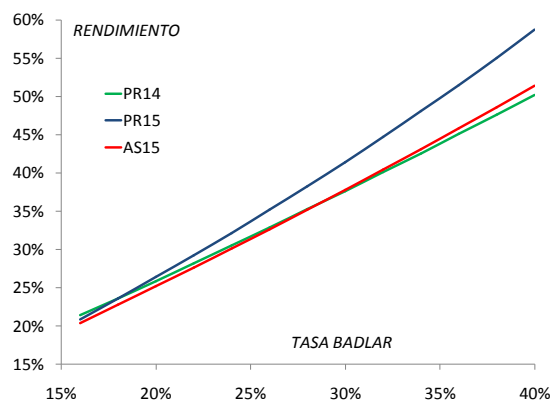
A la hora de elegir títulos en pesos contamos con varias alternativas en el mercado local: bonos atados a la inflación oficial (ajuste CER), bonos atados al dólar oficial (dólar-link) y bonos a tasa variable. En *Resúmenes* previos discutimos la dificultad de estimar los rendimientos de los bonos CER dada la aleatoriedad de los cambios en el índice de inflación oficial (IPC). Los títulos más líquidos del gobierno nacional rinden en torno al 10%, más la variación del IPC. El rendimiento efectivo, TIR "pura" más ajuste, es totalmente sensible al CER que proyectemos y al plazo del bono. Dada la discrecionalidad en la medición del IPC, estos títulos presentan bastante volatilidad.

La segunda alternativa son los títulos dólar-link. Estas emisiones, provinciales o corporativas, muestran una gran disparidad de rendimientos, dependiendo de la duration y el emisor. En los bonos más líquidos para conseguir un rendimiento en torno al 25% (en promedio) deberíamos esperar una depreciación anual del 30%. Esto se debe a que cotizan sobre la par, a precios que superan el dólar oficial y con bajos cupones de intereses. Aclaración importante, en el caso de vaticinar una devaluación como sucedió a fin enero, el atractivo de estos títulos aumenta.

Tanto los títulos CER como los dólar-link merecen un análisis más detallado; cuestión que nos comprometemos a abordar en próximos *Resúmenes*. En esta ocasión, nos concentraremos en los bonos que pagan tasa Badlar¹, a mi juicio la opción más conveniente en moneda local en la actual coyuntura.

Bonos Badlar

Al igual que en los títulos CER o dólar-link, en este caso tampoco conocemos el flujo futuro de fondos. Por lo tanto, para calcular la TIR a partir del precio de mercado debemos suponer una determinada trayectoria de la Badlar. En el gráfico mostramos cuál sería la TIR (eje vertical) para diferentes niveles de Badlar (eje horizontal)².



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters y BCRA. Precios al cierre del 17-sept.

Como se puede observar, el rendimiento no luce hoy demasiado atractivo. Con una Badlar en niveles del 20%, la TIR de los bonos se ubican en torno al 26% (todos cotizan bajo la par). Sin embargo, simulando los flujos de fondos con una Badlar creciente los rendimientos se tornan más seductores. Por ejemplo, con una tasa de los depósitos del 28% los rendimientos trepan en promedio al 36%. Ahora la pregunta del millón.

¿Conviene posicionarse a la suba de la Badlar?

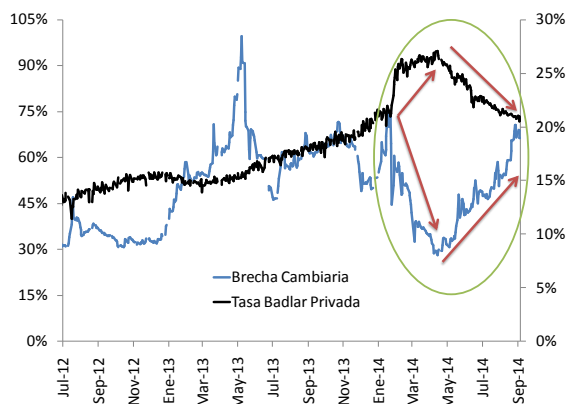
Durante varios años casi todos los precios de la economía subieron más que el precio de la divisa en un contexto de tasas en pesos planchadas,

¹ Tasas de interés por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo y de más de un millón de pesos o dólares, en % nominal anual. Generalmente los títulos utilizan como tasa de pago la Badlar para bancos privados.

² Para facilitar el análisis, suponemos una curva de tasas horizontal. Dicho de otra forma, para calcular cada TIR vamos moviendo la Badlar pero siempre utilizando una única tasa para todos los plazos del flujo de fondos.

esto sin lugar a dudas alimentó el proceso de dolarización. Todo parecía indicar que la nueva conducción del BCRA implementaría un cambio de rumbo con respecto a la administración anterior, sobre todo por las medidas tomadas a partir de febrero. En primer lugar vimos la devaluación, un tipo de cambio más alto va en la dirección correcta, es el primer paso para incentivar la oferta de dólares. En segundo lugar, comenzó a ajustar la política monetaria y subir el costo del dinero. Una tasa de interés en pesos más alta favorece el ahorro en moneda local y desincentiva la demanda de divisas. Por último, intentó apaciguar las expectativas de depreciación mediante cambios normativos que obligaron a los bancos a desprenderse de una parte importante de su posición en divisas. Como mencionamos en informes anteriores, si bien toda la carga no puede caer en la tasa de interés, sin lugar a dudas el incremento del costo del dinero apaciguó el mercado de cambios.

Lamentablemente a partir de junio volvimos hacia atrás. El BCRA se vio obligado a financiar nuevamente al sector público, volvió a expandir con fuerza la base monetaria y bajó las tasas de interés. El gráfico siguiente muestra claramente como una reducción de la tasa de interés no está ayudando. Las líneas hablan por sí solas: marcada caída de la brecha cambiaria cuando la tasa subió y abrupta suba de la brecha a partir de la reducción del costo del dinero.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En resumen, creo que estamos más cerca del piso que del techo en el nivel de tasas, lo cual brindaría más atractivo a los bonos a tasa variable (por lo menos no perder con la inflación). Con este supuesto, me parece conveniente estar comprado en Badlar antes que en CER

(arbitrariedad INDEC) o en dólar-link (devaluación dependencia) o al menos diversificar.

Quizás esta recomendación se sustente más en un deseo que una realidad. La economía necesita urgentemente un BCRA autónomo para reducir la financiación al Tesoro y no sea necesaria otra devaluación. Estos años deberían ser la muestra más clara que la política cortoplacista de tasas de interés reales negativas con atraso cambiario pueden dar un impulso expansivo en el corto plazo, pero en el tiempo sus consecuencias se terminan pagando demasiado caras.

	PR14	AS15	PR15
Tasa	BADLAR	BADLAR+300pb	BADLAR
Intereses	Trimestrales	Trimestrales	Trimestrales
Tasa Promedio	últimos 20 días hábiles anteriores a los 5 días hábiles previos al inicio de c/período	desde 10 días hábiles antes del inicio de c/cupón hasta 10 días hábiles antes vto. de c/cupón + 300 pbs. Hasta 10.09.2011 (inclusive) se capit. la tasa Badlar y se abonará en efvo. los 300 pbs. Desde el 10.12.11 el total se pagará en efvo	últimos 20 días hábiles anteriores a los 5 días hábiles previos al inicio de c/período de interés
Amort.	4 cuotas trim iguales, 4-4-2015, 4-7-2015, 4-10-2015 y 4-01-2016.	6 cuotas semest desde el 10-mar y el 10 de sep, comenzando el 10-03-2013.	14 cuotas trim, equivalentes las 2 primeras al 5%, las 11 siguientes al 7% y una última al 13%. La primera vencerá el 4-07-2019.
Vencimiento	04/01/2016	10/09/2015	04/10/2022

Juan Battaglia
Economista Jefe