

8 de enero de 2016

Lebacs: Tasa vs Dólar

Peor semana para un comienzo de año en las bolsas del mundo en varias décadas, cae todo en todos lados. Como es nuestro primer *Resumen Económico* del año, esquivaremos el asunto para no arruinarnos el fin de semana. En esta ocasión, nos dedicaremos a otro tema que viene ganando interés entre los inversores, el viejo y conocido dilema entre dólar y tasa.

Básicamente nos dolarizamos por dos motivos. El primero, porque es la respuesta natural a defender el poder adquisitivo de nuestros ahorros. La propensión de los argentinos a comprar dólares no es un tema cultural sino totalmente racional. Cuando viajamos a Brasil nos maravillamos porque se manejan íntegramente en reales dado que son mucho más alegres y felices. Esto último seguramente es cierto, pero el argumento no. Durante los últimos 20 años, la tasa de interés le ganó consistentemente a la inflación, con lo cual, haciendo un plazo fijo o comprando un bono en reales, el ahorrista medio no perdió poder adquisitivo. Parece que llegó nuestro turno, los nuevos hacedores de política económica argentina dejaron en claro que buscarán tasas en pesos por encima de la inflación.

El segundo motivo para dolarizarse es la devaluación esperada. Ante la perspectiva de un aumento del tipo de cambio obviamente conviene pasarse a dólares, por eso vemos como los inversores mueven sus carteras de una moneda a otra incluso en economías con baja inflación.

En unas pocas semanas nuestra coyuntura cambió abruptamente, renaciendo el apetito por los instrumentos en pesos. Tuvimos muchísimos años de tasas de interés negativas en pesos y un marcado atraso cambiario, un combo letal para fomentar la demanda de dólares. Ahora contamos con tasas de interés por encima de la inflación y las expectativas devaluatorias obviamente se apaciguaron producto de la corrección cambiaria. Ahora la pregunta del millón ¿llegó la hora de vender los dólares y pasarse a pesos? Vayamos por parte.

¿Dólares o tasa de interés?

Tomemos la licitación de Lebacs de esta semana. El miércoles se emitieron letras a 35 días con una tasa de corte del 32% mientras el dólar MEP cerraba en torno \$13,6. Supongamos que dentro de 35 días nos encontramos con un escenario de estabilidad cambiaria. En este caso, las Lebacs me permitirían obtener jugosos rendimientos en dólares, muy superiores a los bonos en dólares que hoy están rindiendo entre el 6% y 7,5%. Más aún, si reina la paz (más una manito de los exportadores y sojeros) y el tipo de cambio cayera a \$13,30, el resultado anualizado en dólares de la estrategia superaría el 60%. ¿Nada mal no?

No obstante, siempre está el otro escenario. Esta inversión deja de ser rentable si el dólar se ubica dentro de 35 días en \$14. Una suba del dólar del 3% me quita toda la ganancia de la tasa (en un régimen de flotación los movimientos de la divisa no deberían sorprendernos, sino pregúntele a Dilma). Cualquier valor del tipo de cambio por encima de \$14 produce una descapitalización en dólares. Supongamos que dentro de 35 días el dólar escalara a \$14,50, mi inversión daría un resultado negativo anualizado del 40% en dólares. ¿Ahora a quien le reclamo?

Una tercera alternativa sería calzar la operación con ROFEX (considerando que de ahora en adelante el mercado cumple como corresponde). Volviendo a nuestro ejemplo, vendo los dólares a \$13,60, invierto en la Lebac a 35 días al 32% y cubro la posición comprando Rofex a 30 días. El día miércoles el futuro cerró en \$13,84, con lo cual el costo de recomprar los dólares (24 centavos) era del 1,75%, inferior al rendimiento efectivo de la Lebac del 2,6%, arbitraje cerrado. Acá dos recomendaciones, la primera es que los futuros van contra el BCRA3500 (mayorista), con lo cual el arbitraje puede verse amenazado si se desacopla el precio al cual yo puedo operar la divisa (banco o MEP) contra el dólar mayorista. El segundo punto es que los futuros vencen a fin de mes. En el caso de tener que desarmar mi posición con anterioridad al vencimiento, el precio del futuro puede diferir levemente del precio del dólar de contado. Por estos motivos, antes de hacer la operación, corroborar que el diferencial de tasas sea lo suficientemente atractivo.

¿Qué hago entonces? Depende la expectativa que tenga usted del tipo de cambio, las opciones son claras. ¿Qué haría yo? Como no tengo una expectativa clara, sin dudas diversificaría en el corto plazo. Por el momento las nuevas autoridades del BCRA decidieron no intervenir en el mercado. El dólar fluctuó libremente entre la oferta (exportadores que todavía no quieren terminar de liquidar) y la demanda (todavía contenida por la adecuación de los bancos y porque muchos importadores adelantaron compras).

Imaginando lo que viene

Creo, sólo simple intuición, que hasta la cosecha gruesa y las paritarias el BCRA dejará al tipo de cambio moverse pero en un rango. En un determinado precio, digamos por debajo de \$13,50, se quedará tranquilo, no moverá las tasas y quien dice, podrá aprovechar a recomprar divisas para recomponer un poco las reservas. En un valor por encima de \$14, creo que no le temblará la mano para subir las tasas de interés. Vale remarcar que la tasa corta subió en la primera licitación al 38%, pero en las siguientes tres el BCRA logró reducir considerablemente el costo y aun así esterilizar muchos pesos. Hoy la tasa esta casi como la dejó Vanoli, para sorpresa de varios.

La segunda herramienta que tiene el Central para contener al dólar son las ventas de divisas, para lo cual sería muy conveniente sellar el préstamo (repo de títulos en dólares) cercano a los U\$10.000 ya acordado con bancos del exterior. Para esto, la reunión entre Pollack y Caputo de la semana próxima será muy importante para obtener el *stay* y efectuar la repo sin buitres sobrevolando. La motivación principal para ponerle un techo al dólar deberían ser las paritarias, como siempre mencionamos, la mejor (y peor) ancla inflacionaria.

Para terminar, en mi opinión de ahora en más veremos un tipo de cambio mucho más volátil en determinados rangos, las tablitas se terminaron por lo menos en el mediano plazo. En este escenario, habrá que diversificar y mover la cartera activamente, más a pesos cuando el tipo de cambio y las tasas suban -movimiento que seguramente se producirá casi en simultáneo- y

más a dólares cuando este agache precio y las tasas bajen.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia