

Bono del Tesoro con ajuste por tasa de política monetaria y Lebacs: Un análisis comparado

**Por Federico Furiase y Martín Vauthier*

La colocación del bono en pesos con ajuste por la tasa de referencia de política monetaria y con vencimiento en 2020 registró un fuerte interés por parte de los inversores, adjudicándose \$75.000 millones a un precio de emisión de \$101, consistente con una TIR de 25,77%.

Con estos precios y en las condiciones de liquidez actuales, el bono que ajusta a la tasa de referencia de política monetaria no resulta atractivo para el inversor local, ya que el instrumento ofrece un retorno inferior a las Lebacs más cortas, a pesar de su mayor *duration* (lo que lo expone a una mayor volatilidad en el precio), las características del emisor (el “riesgo Tesoro” nunca es menor al “riesgo BCRA”), la posibilidad de potenciar la tasa efectiva reinvertiendo la totalidad del capital con mayor frecuencia (lo que ofrece además mayor flexibilidad para desarmar la posición en pesos ante un cambio en la relación tasa/expectativas de devaluación sin incurrir en pérdidas de capital en moneda local) y la muy alta liquidez que exhiben las Lebacs en las actuales condiciones.

De todas formas, la expectativa de un BCRA que vía la tasa de interés de referencia (el centro del corredor de pases a 7 días) apunta a mantener una tasa real positiva contra la inflación esperada (en torno a 4%) hasta alcanzar la meta de inflación de 5% en 2019 mantiene el atractivo de este bono del Tesoro que ajusta por la tasa de política monetaria. En este sentido, si el BCRA empieza a tener margen desde el lado de la inflación y de las expectativas de devaluación para bajar la tasa de interés de las Lebacs, los incentivos para una rotación gradual desde Lebacs al bono del Tesoro que ajusta por la tasa de política monetaria podría empujar la demanda y los precios de este bono, permitiendo al mismo tiempo al BCRA descomprimir vencimientos de letras mientras la brecha fiscal encuentra un canal de liquidez que no termina presionando a la baja el tipo de cambio.

En este contexto, la demanda que registró el instrumento en la licitación refleja un clásico ejemplo de mercados segmentados: dado que el nuevo bono, a diferencia de las Lebacs, puede negociarse a través de plataformas en el exterior (como Euroclear), los inversores del exterior lo consideran un mecanismo eficiente para exponerse a las altas tasas nominales en moneda local

En un contexto donde los ingresos de divisas financieras (de Nación y Provincias para financiar sus elevadas necesidades de pesos y del sector privado aprovechando la caída en los costos de fondeo en moneda extranjera). El atractivo del “carry” argentino en comparación con otros emergentes resulta evidente: mientras el peso argentino exhibe una correlación mucho mayor con el resto de las monedas emergentes luego de la salida del cepo, las tasas nominales en moneda local superan ampliamente las del resto de las economías comparables, convirtiendo a la Argentina en la estrella del carry financiero a nivel global. Nótese que esto no implica necesariamente que exista una “bicicleta financiera” que asegure una alta rentabilidad sistemática en dólares (como se demostró con el salto del dólar durante el epicentro de la crisis política en Brasil), sino simplemente que, en términos relativos, la Argentina presenta un atractivo considerable frente a otras economías, al ofrecer un mayor retorno (alta tasa nominal en moneda local) frente a un nivel de riesgo (movimientos en el tipo de cambio) similar.

Por lo pronto, el esquema de metas de inflación, que recién comienza en la Argentina y donde el BCRA, a pesar de sus esfuerzos, aún debe transitar un largo camino de construcción de credibilidad y reputación (luego de décadas donde la inestabilidad macroeconómica y las sucesivas licuaciones y confiscaciones llevaron a la moneda doméstica a perder el rol de reserva de valor), asegura el sostenimiento de tasas elevadas en términos nominales, que son las que en última instancia determinan el atractivo “relativo” de la Argentina para el *carry trade*. Esto se refuerza sobre todo en un escenario donde el BCRA mantiene el compromiso con las muy ambiciosas metas plurianuales trazadas durante el año pasado, a pesar de las dificultades que plantea la continuidad del proceso de corrección de tarifas y el alto déficit fiscal que presiona sobre la dinámica de los agregados monetarios y exige un mayor esfuerzo en términos de tasa de interés.

**Economistas y Profesores de la Maestría en Finanzas de UTDT*