

19 de febrero de 2016

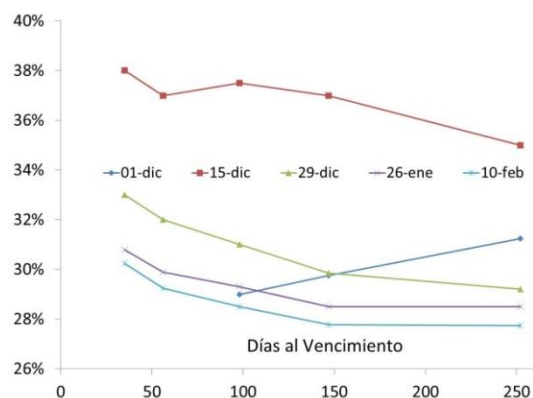
BBVA Banco Francés

Durante las últimas semanas venimos discutiendo la disyuntiva entre los instrumentos en pesos versus los denominados en dólares. Subrayamos que en los próximos meses seguramente veremos un tipo de cambio mucho más volátil, con lo cual debemos olvidarnos por un tiempo de las tablitas semifijas que caracterizaron nuestra historia cambiaria. En este escenario, habrá que diversificar y mover la cartera activamente, más a pesos cuando el tipo de cambio y las tasas suban y más a dólares cuando este agache precio y las tasas bajen. Hoy veremos uno de los instrumentos en pesos más atractivos junto con las Lebac, que son los Bonacs del Tesoro Nacional.

Bonos atados a las Lebac

Frente al exponencial crecimiento de la deuda del Central (producto de la monetización del déficit fiscal), en los últimos años el Tesoro emitió crecientes cantidades de deuda. Comenzó con bonos dólar link y a partir del año pasado la novedad fue la emisión de deuda atada a las tasas de corte de las Lebac, dando nacimiento a los Bonacs.

Luego de varios años de atraso cambiario y tasas de interés negativas, las tasas de las Lebac se tornaron atractivas nuevamente. Si bien en las últimas licitaciones las tasas vienen cayendo, todavía se ubican cerca de la inflación y pueden resultar atractivas ante potenciales escenarios de estabilidad cambiaria. El gráfico a continuación exhibe la trayectoria descendente de las tasas de corte con posterioridad a la primera suba.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Hasta el momento el Tesoro emitió cuatro clases de Bonacs, todos ellos con vencimiento en el 2016. La estructura de los títulos es idéntica, son bullets que pagan interés trimestral y capital a vencimiento. La única salvedad es la tasa de referencia, unos toman la Lebac a 90 días y otros la Lebac a 252 días. Para todos los casos, para el pago se toma un promedio simple de las tasas semanales del trimestre correspondiente al cupón.

Codigo	TIR	Duration	Vto	Referencia
A2M6	28,75%	0,14	31-mar-16	Lebac 90d
A2S6	31,32%	0,14	30-sep-16	Lebac 90d
AY16	32,52%	0,24	09-may-16	Lebac 252d
AL16	32,98%	0,42	12-jul-16	Lebac 252d

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Bolsar.

Suponiendo una tasa de corte del 29% para la Lebac a 90 días (aplicable al A2M6 y al A2S6) y una del 28% para el plazo de 252 días (aplicable al AY16 y al AL16), los flujos de fondos, la TIR y la duration a los precios de cierre de la rueda de ayer serían:

A2M6	ARARGE3200D7		
Fecha	Amort.	Int.	Flujos
11/02/2016			-104
31/03/2016	100	7,33	107,33
	TIR	28,75%	
	DURATION	0,14	

A2S6	ARARGE3200E5		
Fecha	Amort.	Int.	Flujos
11/02/2016			-104
31/03/2016		7,33	7,33
30/06/2016		7,33	7,33
30/09/2016	100	7,41	107,41
	TIR	31,32%	
	DURATION	0,14	

AY16	ARARGE3200I6		
Fecha	Amort.	Int.	Flujos
11/02/2016			-100
09/05/2016	100	7,08	107,08
	TIR	32,52%	
	DURATION	0,24	

AL16	ARARGE3200K2		
Fecha	Amort.	Int.	Flujos
11/02/2016			-104
14/03/2016		7,08	7,08
12/07/2016	100	9,33	109,33
	TIR	32,98%	
	DURATION	0,42	

Como estrategia de inversión, no hay grandes diferencias entre los Bonacs y las Lebac. La apuesta es a la diversificación y a poder fijar tasas atractivas en escenarios de estabilidad cambiaria. Con respecto a la elección de plazos, dependerá de la expectativa de tasas. En el caso de vaticinar un sendero alcista vaya a corto y de pronosticar un camino bajista intente fijar tasa por los plazos más largos posibles. Mi intuición es que en el corto plazo las tasas del Banco Central están más cerca de su piso que de su techo. A mediano plazo recién podrán bajar de moderarse la inflación en niveles más cercanos a los objetivos del Gobierno.

Por último un detalle operativo. Las Lebacks se licitan los martes antes del mediodía y no tienen mercado secundario, con lo cual hay que esperar a vencimiento. Lo bueno es la profundidad de mercado, al adquirirlas por licitación contra el BCRA prácticamente no tienen mínimos ni máximos. Los Bonacs en cambio tienen mercado secundario, entro y salgo cuando quiero. Lo único a considerar es que para el inversor mayorista el volumen de estos títulos es un poco más acotado, pero con paciencia se puede entrar y salir sin problemas.