



AGENTE DE VALORES S.A

# Resumen 2017

Bonos en dólares y una breve reflexión sobre el cambio en las metas de inflación

---

Ruta 8 - KM 17500 - Zonamerica - Edificio Biotec - Of 018

Montevideo, Uruguay - Tel: +598 2518 2340

juan@sekoia.com.uy - www.sekoia.com.uy

# Introducción

- Para no perder la costumbre, el año terminó con sorpresas y un mercado de cambios sumamente volátil.
- El dólar tuvo un impresionante rally alcista en las últimas ruedas. La conferencia de prensa del jueves por la mañana le dio un mayor fundamento a la suba.
- Los cambios en las metas de inflación tienen dos efectos. En primer lugar, sinceran el comportamiento de las variables macroeconómicas y dejan de sostener una meta incumplible. En segundo lugar, permiten al Banco Central reducir el ajuste monetario o la tasa de interés real (nominal menos inflación esperada).
- Mientras atravesábamos un diciembre repleto de conflictividad social y volatilidad cambiaria, los bonos en dólares y la renta variable cierran el año de la mejor manera.
- Con respecto a las acciones, el Merval termina el año batiendo records. Si bien las bolsas alrededor del globo tuvieron un formidable desempeño, el mercado local tuvo un comportamiento aún más espectacular. El plus local creo que se explica por cuestiones políticas, fundamentalmente la fuerte derrota K en las elecciones de octubre.
- Los bonos en dólares también cierran con niveles altos de paridad y el riesgo país en pleno descenso. El *Resumen* de esta semana lo dedicaremos a la renta fija doméstica.
- Antes haremos una muy breve reflexión (obligada) sobre el anuncio de ayer por la mañana.

# Las nuevas metas de inflación

# Cambios en las metas de inflación

- Conclusiones de nuestros últimos *Resúmenes Económicos*:

**10-Nov** *“...el BCRA debería estar más que conforme con las expectativas de inflación vigentes. El mercado espera para el 2018 un 16%, un número más para celebrar que para preocuparse. Se están acomodando los precios relativos (tarifas) con una economía que comienza a ponerse en marcha, y aun así, la inflación logrará el menor registro en los últimos diez años...” “...Sin embargo, la excesiva ambición en el objetivo propuesto por el Central, junto a su accionar de manual, lo obliga a poner una tasa de interés excesivamente alta. Esto conlleva un influjo de capitales y una rotación de cartera, que en el corto plazo pueden presionar al tipo de cambio...”*

*“...deberíamos evitar un mayor atraso cambiario, sobre todo cuando es producto de una meta caprichosamente exigente (casi incumplible). La sostenibilidad de las cuentas externas (restricción externa) continúa siendo el gran desafío de largo plazo. En el marco del gradualismo, el BCRA debería acompañar...”*

**01-Dic** *“...Si el mundo sigue acompañando (no se presentan grandes sobresaltos) y el Gobierno cumple el sendero fiscal establecido, en unos años la foto macroeconómica será mucho más sana, tanto en términos fiscales como en el sector externo (déficits moderados y sostenibles). Ahora bien, como mencionamos en un informe reciente, sería aconsejable que el BCRA acompañe en la estrategia gradual, para evitar un mayor atraso cambiario en el camino...”*

**22-Dic** *“...la absurda meta del BCRA obliga a tener una tasa de interés demasiado alta que presiona el tipo de cambio y complica más aún el déficit externo. En el corto plazo, el Central podría moderar algo el atraso con su política de tasas, pero no mucho más. Pensando en el largo plazo, nuevamente la causa madre es el déficit fiscal. De reducirse, tendremos un mayor margen de acción para evitar los nocivos procesos de apreciación cambiaria...”*

# La nueva meta y la costosa corrección de errores.

- **Las nuevas metas están muy alineadas con las expectativas de mercado** (ver gráficos). Esto permitiría relajar la política monetaria. Luego del anuncio, las lebacks convalidaron menores tasas en el mercado secundario (entre 100 y 300 puntos).
- Básicamente, corren un año los objetivos de desinflación buscados. Viendo el accionar del BCRA en el último tiempo, entiendo (o mejor dicho creo conveniente) que esta baja de tasas será gradual. Con lo cual, creo que el dólar se tomará un descanso luego de la brutal escalada (hoy abrió unos centavos abajo). Recordar que el BCRA tiene capacidad de sobra para intervenir, si considera que la sobre-reacción cambiaria compromete sus nuevas metas, puede salir a vender al mercado.
- Desde que asumió, el Gobierno en varias oportunidades reconoció las malas decisiones y no dudo en cambiar de rumbo al darse cuenta. **Siguiendo la diapositiva anterior, bienvenida la corrección del rumbo.**
- Ahora bien, luego de dos años de gestión es hora de dejar de tomar malas decisiones. Algunas por **errores de diagnóstico y otras que parecen simplemente caprichosas. Los errores tienen costos. Esta innecesaria volatilidad cambiaría genera costos totalmente evitables. Luego del anuncio. ¿Por qué no salió a intervenir para quitarle volatilidad al tipo de cambio? ¿Para que tiene las reservas si no es para intervenir en ruedas como la del jueves? ¿Son conscientes que la exagerada volatilidad tiene costos?**

Precios minoristas (IPC nivel general)			
	Referencia	Mediana (nov-17)	Mediana (oct-17)
2017	var. % i.a.; dic-17	23,5	23,0
Próx. 12 meses	var. % i.a.	17,5	17,3
2018	var. % i.a.; dic-18	16,6	16,0
Próx. 24 meses	var. % i.a.	11,8	11,4
2019	var. % i.a.; dic-19	11,3	11,0



# La Renta Fija en Dólares

# El Menú Doméstico

- Producto de las ultimas emisiones hoy contamos con una gran cantidad de títulos elegibles. Tenemos bonos básicamente en toda la curva, desde letes hasta bono a 100 años incluido.
- La diversidad de títulos permite adecuar las carteras al riesgo de duration (riesgo de precio) que el inversor quiera correr.
- Podemos buscar **interesantes rendimientos con bonos largos**, asumiendo riesgo de duration. O simplemente **ir cortos para fijar una renta más prudente**.
- A modo de ejemplo, **podría combinar bonos soberanos para lograr las siguientes carteras:**

	TIR	DURATION
Conservadora	4,53	2,47
Moderada	4,96	4,93
Agresiva	6,62	10,14



# Formidable año para los bonos en dólares

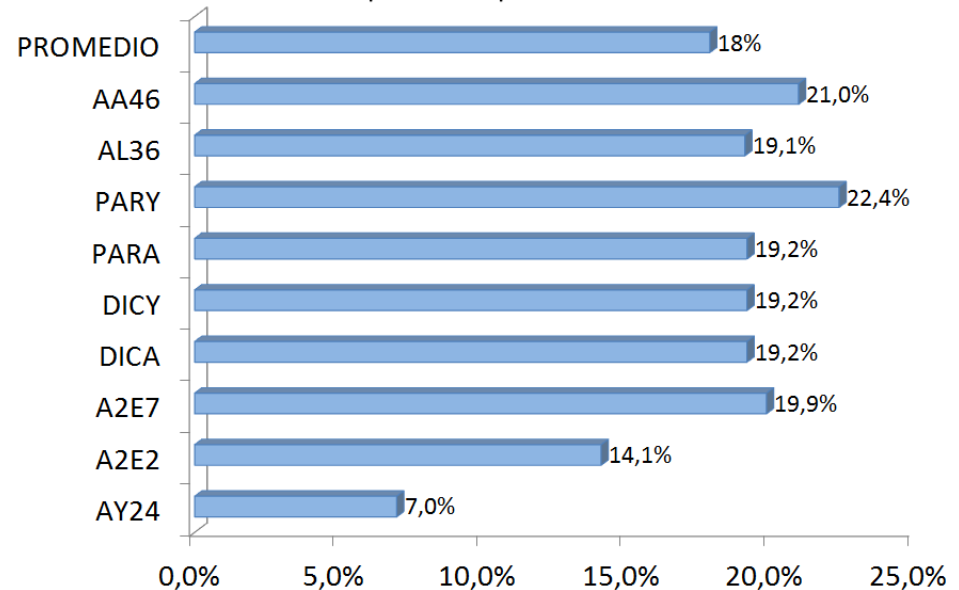
- Considerando la suba de paridades más los cupones de renta, **los bonos en dólares tuvieron un desempeño formidable.**
- Como se puede ver en los gráficos, los rendimientos rondan el 20% en dólares para los bonos largos. Los bonos más cortos, mostraron una ganancia total en el rango del 10%/14%. El AY24 fue el título con peor desempeño, pero había mostrado un rally de precios exagerado a fines del año pasado.
- **La suba de precios** (baja del riesgo país) tiene **tres componentes:**

**1) Político:** la fuerte derrota electoral del Kirchnerismo en octubre le brindó un fuerte impulso a las cotizaciones.

**2) Números fiscales:** el Gobierno cumplió con las metas fiscales y los ingresos crecieron consistentemente por arriba de los gastos en los últimos meses. Simplemente se respetó el gradualismo y la meta pauta. Como mencionamos en otras oportunidades, el cumplimiento de las metas fiscales hace sostenible la dinámica de la deuda, clave para la cotización de los bonos. El parche previsional aumentó la probabilidad de cumplimiento de la meta del 2018 (3,2% déficit primario).

**3) El inmensa liquidez internacional** y el muy bajo costo del crédito a nivel global es la otra clave.

*Rendimiento Acumulado en Dólares 2017  
Ganancias de Capital + Cupones de intereses*





# Caída del riesgo país: en sintonía con la dinámica global

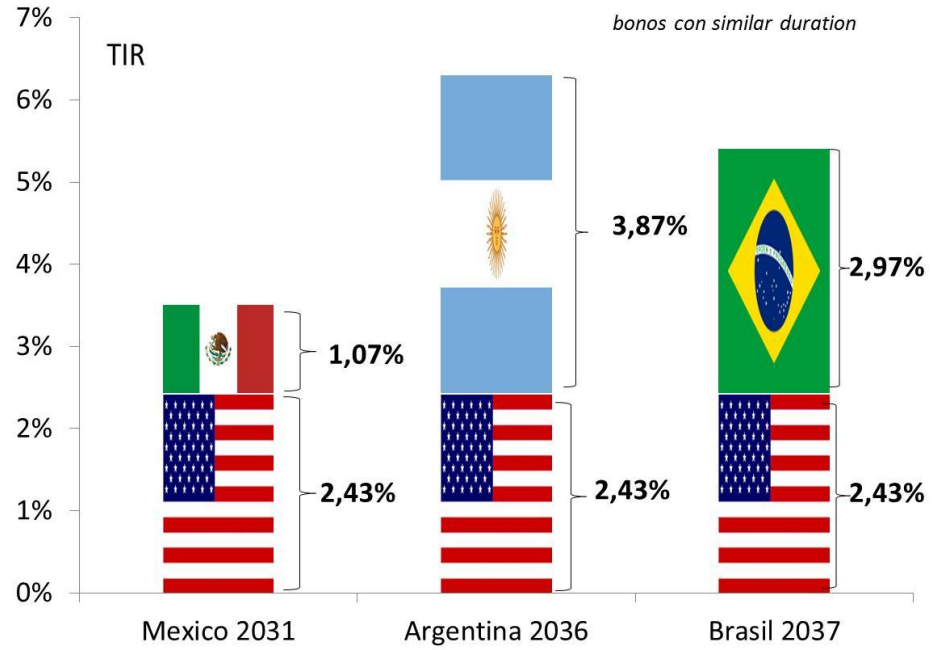
- **La caída del riesgo crediticio fue generalizada en las economías emergentes.** Salvo alguna excepción, las economías en desarrollo bajaron su prima de riesgo.
- Por otro lado, la tasa americana mostró una marcada volatilidad durante el año. Cerró en 2,4% a 10 años, básicamente en los niveles que había comenzado el 2017.
- **Si la tasa de referencia de la FED continúa subiendo paulatinamente (para 2018 pronosticó tres subas) y la economía americana se mantiene firme (crecimiento en torno al 2%/3%) el resto de las tasas del mercado acompañarán la suba.** Con lo cual, mientras a nivel global no tengamos sobresaltos, lo esperable es ver un crecimiento muy paulatino en las tasas de interés.
- Dada la incertidumbre económica y geopolítica global, **controlar bien el riesgo de duration de la cartera.** Guardar aunque sea un porcentaje de la cartera en vencimientos cortos.



PAIS	PUNTOS	% Año
EMBI+	331	-8,82%
ECUADOR	454	-29,83%
UCRANIA	429	-32,33%
EGIPTO	386	-20,08%
ARGENTINA	348	-23,52%
TURQUIA	289	-19,72%
BRASIL	237	-27,74%
SUDAFRICA	218	-8,40%
MEXICO	183	-21,12%
COLOMBIA	171	-24,67%
RUSIA	156	2,63%
INDONESIA	152	-26,92%
URUGUAY	143	-41,39%
MALASIA	109	-44,67%
PANAMA	109	-41,40%
PERU	107	-38,86%
FILIPINAS	94	-16,81%

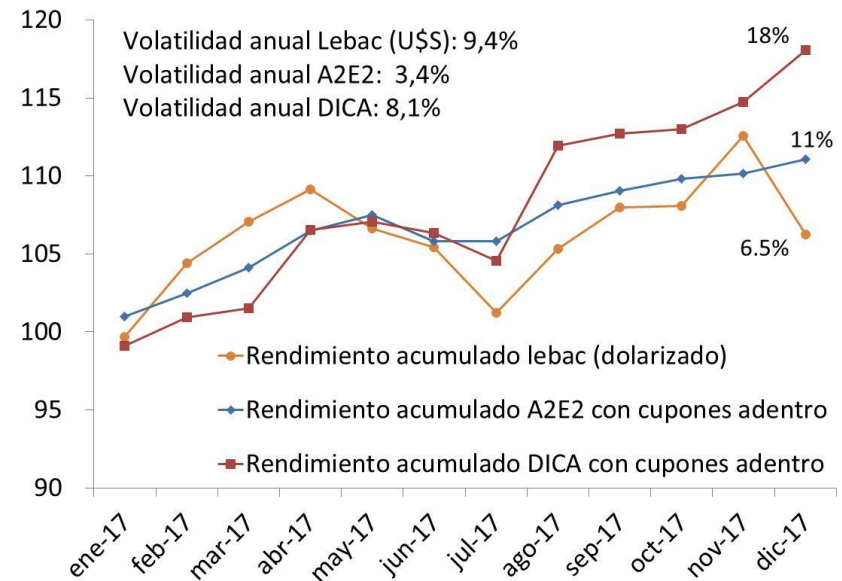
# Rendimientos comparativos

- Si bien el riesgo país local recortó varios puntos gracias a la suba de paridades, todavía es elevado en términos regionales.
- Nos financiamos 2,5 puntos en promedio más caros que las economías latinoamericanas estables (México, Perú, Chile, Colombia y Uruguay).
- Con respecto a **Brasil**, los rendimientos recortaron varios puntos. **El país vecino comienza a ser una opción interesante.** Tipo de cambio flexible y más competitivo que en la década pasada, tasa de interés nominal baja para sus parámetros históricos, abultadas reservas, agenda de reformas ya emprendida e inflación esperada en torno al 3% para el 2018. Las elecciones del 2018 pueden traer institucionalidad política luego de varios años. En este caso también los bonos de Brasil pueden reducir su prima de riesgo.
- En nuestro caso, en un escenario económico moderadamente optimista, el riesgo país podría bajar algún escalón más. Pero la fuerte baja ya la vimos.
- Comprar bonos argentinos en dólares pensando en el rendimiento más que en la potencial suba de paridades.
- Salvo sorpresas negativas a nivel internacional, la paridades de nuestros bonos se mostrarán firmes. Algún recorte de precio puede presentarse, pero creo que si el mundo continúa caminando sin sobresaltos, la paridades tendrán un piso.



# Lebac desde la perspectiva del dólar

- En varias oportunidades advertimos los riesgos de la excesiva confianza en la paz cambiaria o el “carry trade” ([ver acá](#)).
- Si suponemos que no tenemos la bola de cristal, vender el dólar en los picos y recomprar en las mesetas, lo aconsejable es diversificar. Considerar que el riesgo no es simétrico (como quedó demostrado esta semana), la probabilidad de saltos en la paridad siempre existe.
- Como se puede ver en el gráficos, **además de considerar el rendimiento de las operaciones, hay que analizar la volatilidad de esos rendimientos**. Los rendimientos en dólares vía compra de lebac son más volátiles que los rendimientos de los activos denominados en dólares.
- **¿Debo eliminar las lebac como opción dentro de mi cartera en dólares? Para nada**, de hecho si establecemos la fecha de corte en octubre de este año, la estrategia de lebac nos hubiera dado mayor riesgo pero también un rendimiento más atractivo en relación al resto de las opciones. **¿Conclusión? ser cuidadoso** con el porcentaje de lebac en una cartera en dólares. El segundo punto es no siempre ir con la corriente.
- Saber ir en contra de la sensación térmica. En **momentos de incertidumbre y suba abrupta del tipo de cambio** (como el actual) quizás sea el **mejor momento de aumentar la proporción destinada a la tasa en pesos**. En **momentos de absoluta pasividad del dólar** donde lea en todos los diarios sobre el boom de la bicicleta financiera, **quizás sea el mejor momento para bajar la exposición a pesos y comenzar a dolarizarse**.



**Feliz Año Nuevo!!!**

