

# PARA MSCI ARGENTINA SEGUIRÁ FUERA DE LOS PAÍSES EMERGENTES

Jueves 22 de Junio de 2017



**L**a noticia de la semana fue la decisión del MSCI (Morgan Stanley Capital Index) de mantener a Argentina como Mercado de Frontera, en contra de las expectativas de ascenderlo a Mercado Emergente. De haberse producido el cambio, se habría abierto una puerta para que nuevos fondos de inversión pudieran adquirir activos de renta variable argentinos.


Esta noticia, que no era esperada por el mercado, ha generado un impacto negativo en el valor de las acciones de empresas argentinas. Básicamente porque se perdió la posibilidad de que ingresen nuevos demandantes y los precios de mercado ya descontaban el impacto positivo que podría tener esa medida.

La decisión de no mejorar la calificación obedece a que si bien apoyan y reconocen la relevancia de los avances logrados en el último año y medio en la desregulación del mercado cambiario/financiero, entienden que al proceso le falta todavía la madurez política necesaria para darle continuidad en el tiempo. Básicamente lo que están diciendo es que una eventual derrota del oficialismo en las elecciones legislativas de octubre podría implicar un retroceso hacia los esquemas vigentes a fines de 2015.

Claramente esto es una mala noticia para los mercados (en especial renta variable), dado que la mejoría parece estar sujeta al resultado de las elecciones y no a la evolución de la economía (crecimiento – capacidad de pago). Es decir si el oficialismo mantiene el sendero actual y logra un resultado favorable en las elecciones, el año próximo se podría lograr el “upgrade”. Independientemente de ello, creemos que el impacto será acotado.

También pareció una mala noticia que el BCRA no recibiera ofertas suficientes como para renovar los vencimientos de Lebac que se producían esta semana. Por primera vez recibió ofertas claramente por debajo del monto licitado, lo que generó una expansión de más de Arg\$120.000 millones.

Detrás de esta menor oferta hay varios factores:

-  El mayor rendimiento de los pases luego de la eliminación de Ingresos Brutos a esas operaciones en Capital Federal, que se equilibró con las tasas de Lebac.

- Las operaciones en el Mercado Secundario, donde el BCRA intervino desde la licitación de Lebacs hasta el 16 de junio absorbiendo Ar\$ 110.000 millones.
- La necesidad estacional de liquidez de la banca por la cercanía del pago de aguinaldos.
- La competencia de diferentes instrumentos emitidos por parte del Tesoro Nacional, especialmente el bono atado a la Tasa de Política Monetaria (se suscribieron Arg\$ 75.000 millones)

Justamente, el nuevo rol del Tesoro en los mercados de capitales, que se mantiene activo en las emisiones en dólares y que ha comenzado a participar en licitaciones en pesos vinculadas a la tasa de Política Monetaria será un factor central de la política monetaria en los próximos meses.

La nueva emisión en pesos tiene un rendimiento mayor al de las Lebacs o Pases, porque toma como referencia la Tasa de Política Monetaria, que es un promedio entre tasas pasivas y tasas activas. Mientras las inversiones en pases de la banca rinden la tasa pasiva y las Lebacs han tenido rendimientos similares a esa misma tasa pasiva.

Este mayor rendimiento está vinculado a dos factores: un plazo mayor que el de las Lebacs y Pases y sobre todo una diferencia en el riesgo implícito del emisor. El BCRA es el emisor de deuda de menor riesgo en moneda local por su capacidad de emitir los pesos. El Tesoro en cambio tiene mayor riesgo asociado y en el caso de los bancos, existen límites más estrictos para la concentración de esos activos.

Es importante entender que una emisión de deuda del Tesoro no tiene efecto monetario, dado que los pesos no salen de circulación. El punto es que sirven para evitar mayor asistencia al Tesoro/compra de divisas por financiamiento en dólares y después se convierten en depósitos públicos hasta que el Tesoro los necesita para hacer frente a sus erogaciones. Mientras tanto el banco en donde están depositados puede canalizarlos hacia pases, Lebacs u otras inversiones transitorias.

La otra novedad es la emisión de un bono a 100 años de plazo. Estos instrumentos se suelen emitir cuando se considera que las tasas de interés que paga el emisor se encuentran en niveles razonablemente bajos. Entonces se aprovecha dicha emisión para estirar el perfil de vencimientos de la deuda y no estar recurriendo a la renovación constante. La duda que surge a partir de ese análisis es si efectivamente se está ante costos de financiamiento lo suficientemente bajos como para aprovechar el contexto y estirar los plazos. La tasa de interés se compone de dos factores:

Los datos del cuadro muestran la curva de tasa del Tesoro de los Estados Unidos y el spread

## RIESGO PAÍS

Argentina ha bajado el nivel de spread que pagan sus bonos, pero todavía muestra amplio margen para continuar en el proceso de reducción de riesgo país, en especial si se toman en cuenta los mínimos históricos o los spreads que pagan otros países de la región.

**TASA  
INTERNACIONAL**

Si tomamos la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 30 años, la tasa actual es baja en términos históricos y presenta una clara expectativa ascendente.

	Bonos del tesoro de EE.UU.				EMBI+ Arg.	Combinado
	3 - Años	10 - Años	20 - Años	30 - Años		
Actual	1,5%	2,4%	2,7%	3,0%	-0,4%	7,3%
Mínimo	0,3%	1,4%	1,7%	2,1%	-0,3%	3,9%
Máximo	9,1%	9,1%	8,0%	9,2%	-0,1%	28,9%
Promedio	3,7%	4,7%	4,8%	5,3%	0,1%	12,3%

que paga Argentina por su Deuda (EMBI +). Para cada plazo se presenta la tasa promedio (1990-2017), la tasa máxima, la tasa mínima y la actual. Allí se observa que la tasa actual a 30 años que paga el Tesoro de EE.UU. está apenas por arriba de sus mínimos históricos. En tanto el Riesgo País Argentina se encuentra 2,5 puntos por arriba de los mínimos históricos.

El Costo combinado actual de una deuda de largo plazo (30 años) es de 7,3% anual (la licitación del Tesoro fue de 7,9% a 100 años, es decir mayor plazo). La duda que uno podría plantearse es si esa tasa es conveniente o no. Está claro que es mucho mejor que el promedio que ha pagado Argentina en las últimas 3 décadas que fue del 12,3% (aún excluyendo el período 2001-2005 por el efecto default).

Si se combinaran los mínimos históricos de cada variable, se podría aspirar a colocar en 3,9%, ¿pero es eso viable? Lo cierto es que las tasas internacionales están en un sendero ascendente, por lo tanto no parece probable que la tasa internacional retroceda en los próximos años.

Si uno esperara que en el tiempo en que Argentina logra reducir su riesgo país, la tasa subiera hasta su promedio histórico, en definitiva el costo que se estaría pagando sería muy similar al actual ( $5,3\% + 1,8\% = 7,1\%$  a 30 años). Bajo ese análisis, la decisión de tomar deuda a largo plazo parece lógica porque demuestra el gran acceso que tiene hoy el país al crédito. De todas maneras, si fue conveniente o no recién se sabrá con el diario del lunes, es decir cuando se vea de qué manera evolucionó la tasa internacional y cómo el riesgo país.



En definitiva, las noticias negativas de esta semana, si se analizan en detalle se observa que no deberían tener un impacto significativo. El efecto MSCI ya está siendo asimilado por el mercado, el BCRA sigue manejando el nivel de los agregados monetarios con sus herramientas disponibles (Pases + Licitaciones de Lebacs + Mercado Secundario) y el Tesoro ha demostrado que a pesar del poco tiempo transcurrido desde la salida del default, tiene muy buen acceso a los mercados. Estas noticias no parecerían estar generando un cambio significativo en las carteras de inversiones.