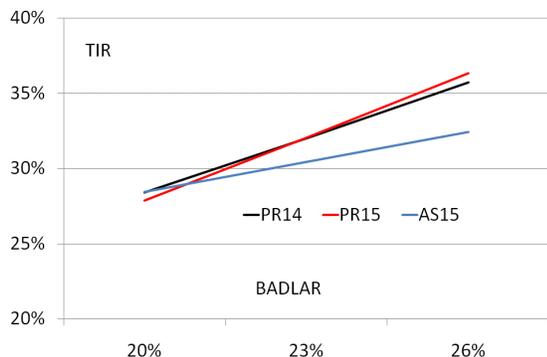


01 de Abril de 2015

Bonos Badlar

Entre las opciones más conservadoras del mercado encontramos los bonos pesos del Tesoro Nacional. En economías con moneda propia, el riesgo de incumplir con los pagos de la deuda en moneda doméstica es muy reducido. No tiene mucho sentido dejar de pagar un título en una moneda que puedo emitir, más en nuestro país donde no tenemos demasiados prejuicios en imprimir algunos billetes de más. Dentro del menú que ofrece nuestro mercado de capitales hay varias alternativas: bonos atados a la inflación del INDEC (ajuste CER), bonos ligados al dólar oficial (dólar-link) y bonos a tasa variable. Para no extendernos en demasía, vamos a dejar los títulos CER y dólar-link para un próximo *Resumen* y en esta ocasión describiremos los bonos que pagan tasa Badlar¹, a mi juicio una opción interesante para reducir el riesgo de una cartera local.

Al igual que los títulos CER o dólar-link, en los bonos a tasa variable no se conoce con certeza el flujo futuro de fondos. Con lo cual, para calcular el rendimiento hay que suponer una determina trayectoria de la tasa Badlar. En el gráfico mostramos cuál sería la TIR (eje vertical) para diferentes niveles de Badlar (eje horizontal)². Con la Badlar en los niveles actuales en torno al 20%, los rendimientos rondan el 28%. De producirse un alza en la tasa de los depósitos, los flujos futuros se incrementarían y la TIR aumentaría. Para tener una referencia, si la Badlar trepa al 26% los retornos llegarían al 34% (promedio PR14, PR15 y AS15) con los precios de los títulos actuales.

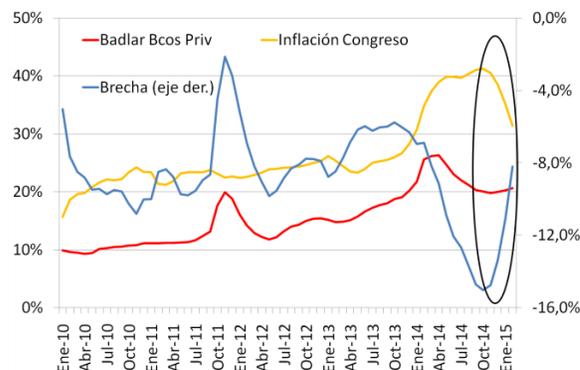


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bolsar y supuestos propios.

¹ Tasas de interés por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo y de más de un millón de pesos, en % nominal anual. Generalmente los títulos utilizan como tasa de pago la Badlar para bancos privados.

² Para facilitar el análisis, suponemos una curva de tasas horizontal. Dicho de otra forma, para calcular cada TIR vamos moviendo la Badlar pero siempre utilizando una única tasa para todos los plazos del flujo de fondos.

Si bien en términos reales los rendimientos de estos títulos se mantienen en terreno negativo, en los últimos meses se tornaron un poco más interesantes debido a que la inflación cayó a un ritmo más acelerado que la Badlar.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters y BCRA.

Durante el último tiempo casi todos los precios de la economía subieron en mayor proporción que el precio de la divisa en un contexto de tasas en pesos cuasi planchadas, esto sin lugar a dudas alimentó el proceso de dolarización. En mi opinión, no hay tal cosa como la "cultura del dólar", lo que existe es una tasa para los depósitos en moneda local sistemáticamente más baja que la tasa de inflación. Los brasileños ahorran en reales no porque quieran más a su país, lo hacen porque durante los últimos 20 años la tasa en moneda doméstica fue consistentemente mayor a la tasa de inflación.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Brasil.

Hay bastante consenso que nuestra economía necesita lo antes posible un BCRA más independiente para reducir la monetización del déficit fiscal. La estrategia cortoplacista de tasas de interés reales negativas con atraso cambiario puede dar resultado en el corto plazo, pero con el tiempo sus consecuencias se terminan pagando. Una política más consistente en el futuro implicaría una tasa local más alineada con la inflación.

Por último, la expectativa en torno al cambio de Gobierno le está dando un fuerte impulso a las acciones y a los bonos en dólares. En los próximos meses, el mercado posiblemente se mueva muy influenciado por la contienda electoral, con toda la volatilidad que esto implica. En este contexto, para los inversores conservadores que quieran bajar el riesgo de su cartera, los bonos Badlar son una opción interesante dentro del menú local. Para los más optimistas que esperan una economía un poco más ordenada en el futuro, estos títulos tampoco son una mala opción para incluir en cartera dado que los rendimientos en pesos se pueden tornar interesantes en un escenario de estabilidad cambiaria.

	PR14	AS15	PR15
Tasa	BADLAR	BADLAR+300pb	BADLAR
Intereses	Trimestrales	Trimestrales	Trimestrales
Tasa Promedio	últimos 20 días hábiles anteriores a los 5 días hábiles previos al inicio de c/período	desde 10 días hábiles antes del inicio de c/cupón hasta 10 días hábiles antes vto. de c/cupón + 300 pbs. Hasta 10.09.2011 (inclusive) se capit. la tasa Badlar y se abonará en efvo. los 300 pbs. Desde el 10.12.11 el total se pagará en efvo	últimos 20 días hábiles anteriores a los 5 días hábiles previos al inicio de c/período de interés
Amort.	4 cuotas trim iguales, 4-4-2015, 4-7-2015, 4-10-2015 y 4-01-2016.	6 cuotas semest desde el 10-mar y el 10 de sep, comenzando el 10-03-2013.	14 cuotas trim, equivalentes las 2 primeras al 5%, las 11 siguientes al 7% y una última al 13%. La primera vencerá el 4-07-2019.
Vencimiento	04/01/2016	10/09/2015	04/10/2022

Juan Battaglia
Economista Jefe