

# INFOGRAFÍAS

OCTUBRE DE 2016

Coordinador: Santiago Fraschina

**UNDA**  
UNIVERSIDAD  
NACIONAL DE  
AVELLANEDA

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS  
MODULO DE "POLÍTICAS ECONÓMICAS"

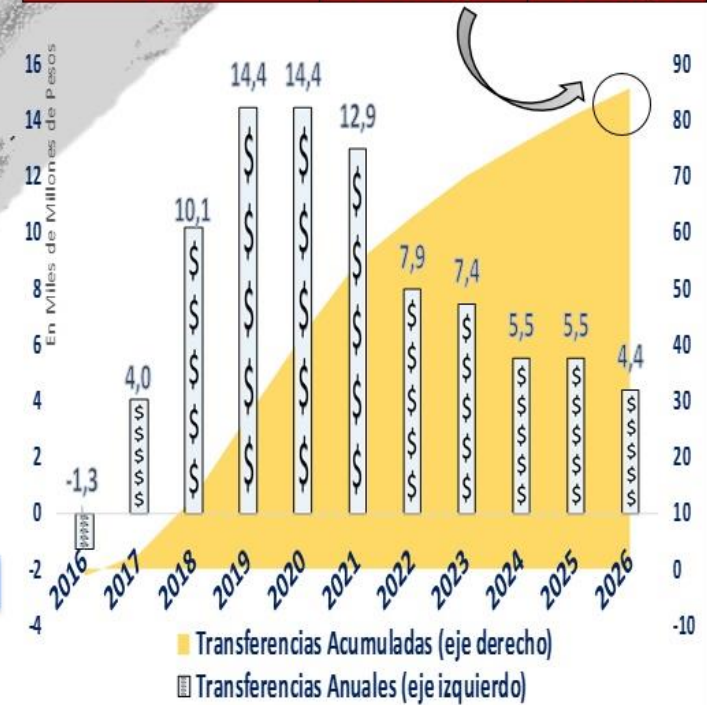


# EMISIÓN DE BONOS A TASA FIJA:

De cumplirse las metas de inflación del BCRA, se transferirán recursos al sector privado por más de \$55.000 millones.

UDPA  
UNIVERSIDAD NACIONAL DE  
AVELLANEDA  
Observatorio de Políticas Públicas  
Módulo de Economía

Instrumento \ Concepto	Transferencias (en valores corrientes)	
	En Pesos	En Dólares
Bono del Tesoro 2018 A	1.990,5	129,3
Bono del Tesoro 2018 B	1.587,0	103,1
Bono del Tesoro 2021	23.300,8	1.513,0
Bono del Tesoro 2023	12.909,2	838,3
Bono del Tesoro 2026	45.679,5	2.966,2
<b>TOTAL</b>	<b>85.466,9</b>	<b>5.549,8</b>

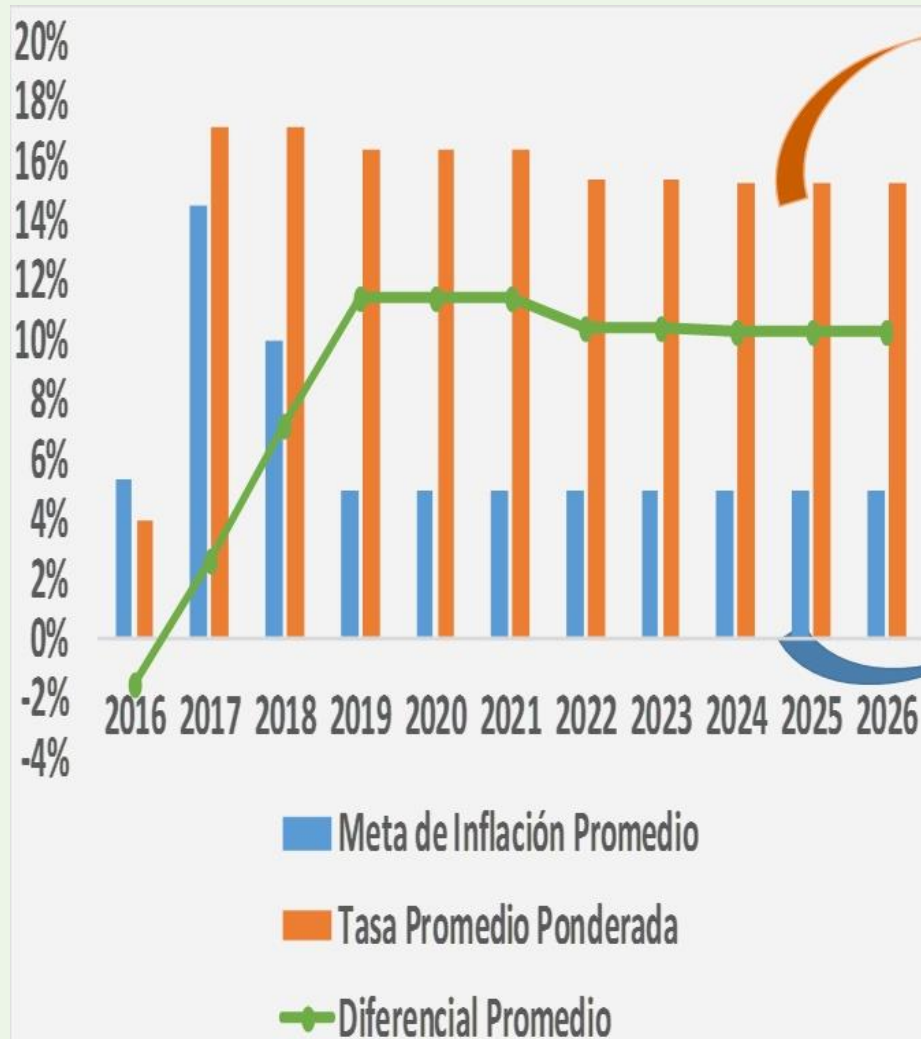


Casi 56.000 millones de pesos transferidos al capital financiero en menos de dos meses



# EMISIÓN DE BONOS A TASA FIJA:

De cumplirse las metas de inflación del BCRA, se transferirán recursos al sector privado por más de \$55.000 millones.



❖ Si se paga la tasa de interés  
pautada en los nuevos bonos

❖ Y se cumplen las metas de  
inflación

Desde el 2019, se garantiza a  
los grandes jugadores  
financieros 8 años de tasa real  
**superior al 10%**



# EMISIÓN DE BONOS A TASA FIJA:

De cumplirse las metas de inflación del BCRA, se transferirán recursos al sector privado por más de \$55.000 millones.

País	Tasa de Interés Real a 10 Años
Brasil	5,70%
Uruguay	5,00%
Perú	3,50%
México	3,30%
Chile	1,50%
Bolivia	0,30%
EEUU	0,25%
Alemania	-0,10%
<b>Argentina</b>	<b>8,60%</b>

## ¿Cómo funciona el “carry trade”?

- Los capitales extranjeros entran con sus dólares a posiciones a tasa de interés fija y alta en moneda local.
- Los valorizan mientras no hayan expectativas de devaluación en el mercado argentino.



- En caso de que se avecine una devaluación, venden los bonos y los fugan al exterior.



- En caso de que el dólar siga “planchado”, logran ganar una tasa inmejorable en dólares.



# EMISIÓN DE BONOS A TASA FIJA:

De cumplirse las metas de inflación del BCRA, se transferirán recursos al sector privado por más de \$55.000 millones.

La  
transferencia  
de \$ 55.900  
millones  
al capital  
financiero  
equivale a



✓ 150 hospitales  
(de alta complejidad)



✓ 107.500 créditos PRO.CRE.AR



✓ Más de 6 millones de  
jubilaciones medias



✓ Casi 58 millones de AUH



✓ 18,6 millones de notebooks



# EMISIÓN DE BONOS A TASA FIJA:

**De cumplirse las metas de inflación del BCRA, se transferirán recursos al sector privado por más de \$55.000 millones.**

### Introducción

La presente infografía pretende analizar las últimas emisiones de deuda en moneda local y a tasa fija licitadas por la actual administración. En las últimas semanas se ha celebrado los resultados de la colocación, a partir de la evaluación de la tendencia decreciente en las sucesivas tasas de corte de los Bonos del Tesoro. No obstante, en un escenario de desinflación consistente y estabilidad del tipo de cambio, los tipos de interés actuales, sostenidos en el tiempo, presentan una oportunidad de rendimiento real difícil de encontrar en otras economías. En ese sentido, es relevante comparar los resultados de los rendimientos ofrecidos con el horizonte de metas de inflación propuestas por la autoridad monetaria nacional, en el marco del programa de “metas de inflación”, presentado formalmente hace escasas semanas. Es que cuando se cotiza la conveniencia de un determinado papel de deuda, no sólo es relevante analizar la tasa de intereses de la colocación, sino también el monto y la demanda de la emisión, los años de vida de la deuda, el calce de moneda, el destino de los fondos, la cotización en el mercado secundario, entre otras variables. Pero para evaluar el grado de éxito de un programa de toma de deuda, el punto que no puede dejar de atenderse es la tasa real a la cual se realiza la emisión, teniendo en cuenta que la tasa de interés de referencia puede ser variable (sujeta a algún índice de precios, a alguna divisa u otro indicador para indexar la evolución de los precios de la economía) como fija (la tasa no varía sin importar si varían las condiciones económicas).

Para contextualizar el perfil de endeudamiento actual de nuestra economía, cabe recordar que la primera colocación de deuda ha sido la que se efectuó para el pago de los “Fondos Buitres”, por medio de la emisión de 16.500 millones de dólares, de los cuales se destinaron unos 9.300 millones de dólares al pago de la deuda de los papeles *defaulteados*. Después de sucesivas “salidas al mercado”, el stock de deuda paso de 150.160 millones de dólares en diciembre de 2015 a 184.328 millones de dólares en septiembre de 2016, incrementándose así un 22,75% en tan solo nueve meses, es decir 34.168 millones de dólares más (un incremento de 1.443,30 dólares por segundo).

Este notable acrecentamiento de la deuda, responde a una matriz de política económica que se ha mostrado consistente desde la asunción del nuevo gabinete económico: amplias emisiones de mediano y largo plazo para cubrir un déficit fiscal que no bajó, sino que se proyecta en el entorno del 4,2%. Por tanto, es evidente que la política seguida por el actual Ministerio de Hacienda y Finanzas, en la prosecución del financiamiento de las arcas de la nación para compensar el déficit tiene a la deuda como su principal pilar. Es por esto que, del total de la nueva deuda, el 73% es deuda tomada por el Estado



# INFOGRAFÍAS – MES DE OCTUBRE

Nacional, 15% por las Provincias, 12% por actores privados y el restante por los municipios.

En términos comparativos, también es importante relevar el stock total de emisiones de deuda en los meses transcurridos. Sin contar lo ya comentado en relación al pago del litigio con los *holdouts*, se observa que la deuda tomada por nuestro país superó con creces las emisiones de Brasil, México, Perú y Colombia juntos. Es que las colocaciones de los cuatro países mencionados suman en lo que va del año 9.359 millones de dólares. No es menor aclarar que luego de que el país estuvo alejado cerca de 15 años de los mercados internacionales de deuda, la contraída en lo que va del 2016 es la mayor en la historia de los países emergentes. Asimismo, nuestro país explica el 60% de las colocaciones de deuda de todos los países emergentes.

## Bonos a tasa fija, ¿confianza o “carry trade”?

Ilustrado el contexto general de la deuda, este breve informe busca focalizar sobre un instrumento en particular, que volvió a cobrar protagonismo en los últimos meses, después de años de ausencia en los mercados. Es que desde el mes de septiembre se han llevado a cabo emisiones de deuda cuyas características difieren de las que se venían dando hasta el momento, y cuyos efectos resultan perjudiciales para el perfil financiero de nuestro país a mediano y largo plazo. Se tratan de 4 Bonos del Tesoro (BOTE) emitidos entre septiembre y octubre, con vencimientos estipulados a 2, 5, 7 y 10 años de plazo y nominados en pesos argentinos. La suma de valores nominales de estas colocaciones consolida una cifra que supera los 150 mil millones de pesos, lo cual implica cerca de 10.000 millones de dólares al tipo de cambio oficial. La característica que diferencia estas colocaciones de las emisiones anteriores es la ofrecer una tasa fija en pesos, lo cual fue sindicado por las autoridades del Ministerio de Hacienda y Finanzas como un importante logro, producto de una presunta mejora en la confianza de los agentes del mercado hacia el Estado Argentino, producto de que ahora existe una mayor disposición a prestarle fondos a nuestro país en moneda local. No obstante, un análisis en detalle implica relacionar a la tasa (fija) ofrecida en los BOTE con la inflación esperada por el actual gobierno. Resulta más relevante aún, si se concibe en el marco del esquema de metas de inflación, que se constituye en el objetivo nominal de alza de precios para el cual el gabinete económico apuntará sus políticas. A continuación, se resumen las principales características de estas colocaciones de deuda de mediano y largo plazo.

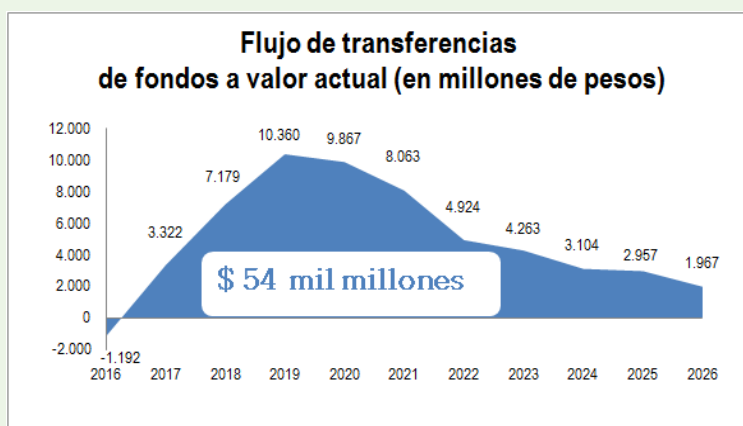
Bono	Valor Nominal Colocado (en Millones de Pesos)	Tasa Fija	Fecha de Emisión
Bote 2018	13.428	21,20%	19/9/2016
	11.572	20,42%	3/10/2016
Bote 2021	50.000	17,98%	3/10/2016
Bote 2023	22.767	15,63%	17/10/2016
Bote 2026	53.620	15,29%	17/10/2016

Fuente: Ministerio de Hacienda y Finanzas



## INFOGRAFÍAS – MES DE OCTUBRE

De un análisis llano de las condiciones de emisión de estos instrumentos surge una comparación directa entre la tasa fija (y por ende constante) y la inflación proyectada: cuando se proyecta este esquema a lo largo de toda la vida del bono, se computan las diferencias y se la actualiza a la tasa de inflación esperada, entonces se obtiene como resultado la valuación de la transferencia de recursos total. Si la tasa<sup>1</sup>, en promedio, supera a la inflación esperada, entonces se puede decir que habrá una transferencia de recursos, o una ganancia extraordinaria, para los capitales financieros<sup>2</sup>. Lo contrario ocurrirá en el caso de que la tasa de interés fija “no remunere” la tasa de inflación (y de devaluación) futura. En el siguiente gráfico se ilustra este diferencial de tasas en cada período, contemplando un escenario moderado, para el cual en el trienio 2017-2019 se verifique un nivel de inflación promedio entre el mínimo y el máximo del objetivo del BCRA.



Fuente: Producción propia en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas y BCRA.

Como se ve, con la excepción de la fracción restante del año actual<sup>3</sup>, en todos los períodos subsiguientes la tasa de interés fija ofrecida en las licitaciones se ubicará por encima de la meta de inflación proyectada por el gobierno nacional. Esto, en definitiva, representa una significativa transferencia de recursos a sectores especulativos nacionales e internacionales. Además, esta situación se agrava en el mediano plazo, ya que en el marco de la convergencia a tasas del 5% anual para el año 2019, el diferencial pasa a ser superior a los 10 puntos porcentuales por más de ocho años si se tiene en cuenta el sostenimiento en el tiempo de los bonos más largos. Tomando el ejemplo de un solo bono, el BOTE 2021, se pueden sacar las siguientes conclusiones:

- Garantiza un interés fijo anual del 18%
- Fue emitido por un valor nominal que rondó los 50 mil millones de pesos

<sup>1</sup> Se ha tomado año tras año la tasa promedio ponderada por el peso relativo de cada bono, en términos de su valor nominal.

<sup>2</sup> Este análisis supone implícitamente que la devaluación esperada seguirá el ritmo de la inflación esperada. Esto es congruente, en el marco de las mejores prácticas para alcanzar el cumplimiento de los objetivos monetarios del programa de metas de inflación del gobierno.

<sup>3</sup> En el cual, cabe aclarar, el gobierno incumplió su pronóstico estimado de 25% inflación anual.





## INFOGRAFÍAS – MES DE OCTUBRE

- Del diferencial de tasas respecto de la inflación, para un año como el 2019, la transferencia de recursos convalidada ronda los 6.500 millones de pesos. Este número resulta de comparar la tasa de interés fija del 18% con la meta de inflación del gobierno para ese año, del orden del 5% anual.
- En este caso, los bonistas que accederán a un diferencial de 13 puntos porcentuales por encima de la inflación.
- Suponiendo que se cumple el programa de reducción de la inflación presentada por el BCRA y desde el año 2019 la inflación anual se logra estabilizar en un 5%, entonces la transferencia de recursos que se producirá a través de este bono BOTE 2021 será superior a los 23.000 millones de pesos.

Con todo, agregando el total de transferencias para todos los Bonos del Tesoro (BOTE 2018 en sus dos emisiones, BOTE 2021, BOTE 2023 y BOTE 2026) las ganancias que obtienen los capitales financieros que se posicionaron en estos instrumentos rondará los 56.000 mil millones de pesos (en valores presentes), aún en un escenario de inflación intermedia. Por lo tanto, y suponiendo que efectivamente el gobierno tendrá éxito en su programa desinflationario, se constata que las tasas de interés fijas ofertadas en las recientes emisiones resultan desproporcionadas, ya que se ubican sistemáticamente por encima de la inflación proyectada, y remuneran instrumentos de deuda que posee bajo riesgo de impago (al estar nominada en pesos argentinos). Por otro lado, cabe mencionar que este tipo de instrumentos de deuda, en un entorno de cotización virtualmente “planchada” para la divisa internacional, constituye un escenario más que favorable para los grandes especuladores financieros internacionales. Es que, por medio del mecanismo usualmente conocido como “*carry trade*”, lo que hacen los capitales foráneos es posicionarse en este tipo de instrumentos a tasa fija, mantenerlos en su cartera mientras la moneda del país emisor se mantenga estable y volver a convertirlos en dólares (para fugarlos) cuando se acerque un shock devaluatorio. Cabe aclarar que este dispositivo de valorización financiera espuria es más conveniente cuanto más alta sea la tasa de interés fija que se ofrezca. Si bien el Ministerio de Hacienda no publicó números consolidados en relación al origen de los capitales que compraron los Bonos del Tesoro recientemente emitidos, fuentes del mercado estiman que dos de cada tres papeles de deuda fueron tomados por capitales financieros extranjeros.

Para poner en perspectiva las cifras sobre las cuales se está haciendo foco, se presentan los siguientes cuadros resumen y también se remite a las infografías de la primera parte de este informe.

Escenario \ Concepto	Transferencias (en valores actuales)	
	En Pesos	En Dólares
Descenso acelerado de la inflación	58.901,24	3.824,76
Promedio	55.906,04	3.630,26
Descenso moderado de la inflación	53.115,74	3.449,07



# INFOGRAFÍAS – MES DE OCTUBRE

Instrumento \ Concepto	Transferencias (en valores corrientes)	
	En Pesos	En Dólares
Bono del Tesoro 2018 A	1.990,5	129,3
Bono del Tesoro 2018 B	1.587,0	103,1
Bono del Tesoro 2021	23.300,8	1.513,0
Bono del Tesoro 2023	12.909,2	838,3
Bono del Tesoro 2026	45.679,5	2.966,2
<b>TOTAL</b>	<b>85.466,9</b>	<b>5.549,8</b>

País	Tasa de Interés Real a 10 Años
Brasil	5,70%
Uruguay	5,00%
Perú	3,50%
México	3,30%
Chile	1,50%
Bolivia	0,30%
EEUU	0,25%
Alemania	-0,10%
<b>Argentina</b>	<b>8,60%</b>

Fuente: Producción propia en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas y BCRA.

