

Curva CER: ¿respiro o fin de fiesta?

Resumen y conclusiones

- Esta semana fuimos testigos por primera vez en varios meses de una performance mucho más débil de los bonos CER, motivo que gatilló varias consultas sobre nuestro fondo estrella en 2020 [Deuda Argentina](#) (+109% en 2020), que tiene como objetivo superar la inflación invirtiendo en estos bonos.
- Esta acción de precios nos lleva a plantearnos la siguiente pregunta: ¿se trata de “un respiro”?, ¿o es una señal de “hasta acá llegó” el rally fenomenal de los bonos CER en 2020?
- Para responder esta pregunta exploramos tres ejes principales: i) los factores que determinan el nivel de tasas de interés real de una economía; ii) otros elementos pueden influir en las tasas en el corto plazo, y; iii) la historia reciente.
- Un grado de represión financiera que se puede seguir profundizando, un nivel de tipo de cambio real (contado con liquidación) que podría ampliarse y una *exit yield* para bonos en dólares que se ubique por debajo del 12% son factores que podrían llevar a ver tasas reales todavía más bajas. La aceleración de la inflación en el corto plazo es otro elemento que puede contribuir a una mayor demanda por cobertura de los títulos. En este sentido, la inflación de julio que se conoció ayer, si bien fue algo menos a la esperada (+1,9% vs.+2,0%) mostró una aceleración en la inflación núcleo (+0,2pts) que es un anticipo.
- La parte del ciclo, una potencial oferta por parte del Gobierno, un mayor riesgo de crédito y el riesgo intervención del INDEC operan en el sentido inverso.
- Corrigiendo por la inflación “verdadera”, podemos ver que durante el período 2007-2015 las tasas reales fueron bastante negativas. En otros términos: es razonable asumir que las tasas de los bonos CER puedan seguir comprimiendo desde estos niveles. Es decir, aunque con grado de convicción menor, seguimos siendo constructivos con la perspectiva de los bonos ajustados por CER.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Estratega de Renta Fija

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

Curva CER: ¿respiro o fin de fiesta?

Esta semana fuimos testigos, por primera vez en varios meses, de una performance mucho más débil de los bonos CER, sobre todo en los más largos. Esta acción de precios nos lleva a plantearnos la siguiente pregunta: ¿se trata de una “un respiro”? o ¿“hasta acá llegó” el rally fenomenal de los bonos CER en lo que va del año? En el primer caso, si la acción de precios de esta semana no es mas que una “toma de ganancias”, entonces el resumen del comportamiento que vienen teniendo este año tendería a hundir a la curva CER en un terreno decididamente negativo (hoy solo los bonos más cortos cotizan levemente en negativo); si, en cambio, la compresión de tasas en la curva CER llegó efectivamente a su final, de ahora en adelante, solo podemos esperar como fuente de retornos al carry, esto es, la inflación más los intereses que pagan los bonos (que, de todos modos, dadas nuestras proyecciones del nivel de precios, no es poco).

Dedicamos el informe de esta semana a responder esta pregunta, analizando tres ejes principales: cuáles son los factores que determinan el nivel de tasas de interés real de una economía; qué otros elementos pueden influir en las tasas en el corto plazo; y qué nos dice la historia respecto de la posibilidad de que la curva CER pueda seguir comprimiendo.

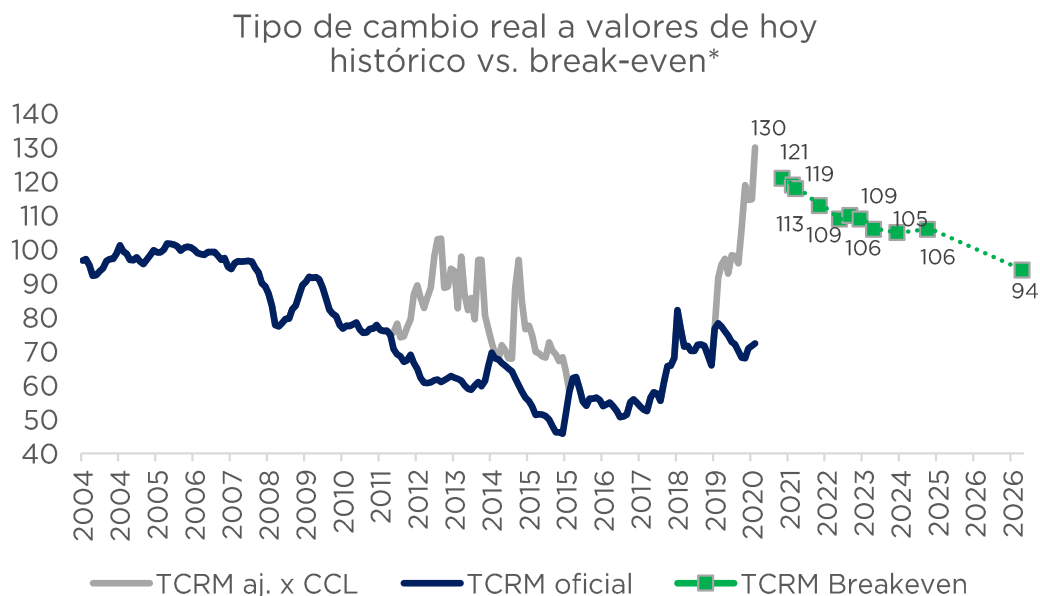
¿Qué determina el nivel de tasas de interés real de una economía?

Distinguimos cuatro factores principales: (i) el nivel de represión financiera; (ii) nivel de tipo de cambio real; (iii) nivel de tasas de interés en dólares; (iv) etapa del ciclo económico;

1 - Grado de represión financiera: es un factor estructural que está dado por la creación y el mantenimiento de un mercado doméstico cautivo para financiar al Tesoro, condición que hoy estaría favorecida por los fuertes controles cambiarios, que incluso son mucho más duros que el período anterior 2011-2015. Con todo lo demás constante, a mayor nivel de represión financiera, mayor espacio para tasas de interés reales negativas. **A juzgar por la dinámica reciente del balance cambiario, los controles de capitales están muchísimo más cerca de endurecerse que de relajarse, lo que acrecentaría el nivel de represión financiera y favorecería un escenario de tasas reales más negativas.**

Curva CER: ¿respiro o fin de fiesta?

2 - Nivel de tipo de cambio real: teniendo en cuenta que la exit yield implícita de los bonos en dólares se ubica en torno al 12%, las tasas de los bonos CER que van del -1% al 5% en toda la curva implican una expectativa de apreciación en términos reales desde los niveles actuales de \$130 para el contado con liquidación. Como se puede ver en el gráfico siguiente, el tipo de cambio real que está implícito en la curva CER va desde \$121 a \$94, implicando una apreciación de entre 7% y 27%, dependiendo en qué parte de la curva nos paremos. Comparando los niveles implícitos con el tipo de cambio real histórico, a priori, no parece descabellado pensar en un tipo de cambio real de equilibrio de mediano plazo en ese orden (en torno a los \$95), lo cual nos lleva a concluir que las tasas de los bonos CER son razonables. Pensando hacia adelante, si el tipo de cambio real corregido por contado con liquidación sigue subiendo, más dispuestos estarán los inversores a convalidar tasas reales más negativas, ceteris paribus la exit yield de los bonos en dólares. No es un escenario que descartemos en lo absoluto.



3 - Nivel de exit yield en dólares: con la misma lógica que explicamos arriba, una exit yield más baja para los bonos en dólares, ceteris paribus el tipo de cambio real, permitiría tasas reales más bajas. Tomemos el ejemplo del TX24: si la exit yield de los bonos en dólares, en vez de 12%, acaba siendo de 8%, para que el tipo de cambio real breakeven (el que arbitra la curva de dólares con la curva CER) siga siendo de \$105, la tasa del TX24 debería bajar desde 3,8% a prácticamente 0%. Lo mismo ocurre con toda la curva CER.

Curva CER: ¿respiro o fin de fiesta?

En nuestros últimos informes venimos insistiendo que una exit yield de 12% parece exagerada teniendo en cuenta que el canje de bonos internacionales podría cerrarse con una aceptación plena y que el perfil de vencimientos de Argentina quedaría bastante más despejado que países comparables.

4 - Etapas del ciclo económico: en la medida en que la demanda agregada crece, las tasas de interés reales de la economía tienden a subir, siempre y cuando la política monetaria no sea acomodaticia (esto es, que sea expansiva, acompañando el aumento en la demanda agregada). **Está claro que la situación actual debería representar un piso para la demanda y la actividad, con lo cual la recuperación podría ser un factor que juegue en contra de la posibilidad de tasas reales más negativas.** De todos modos, una política monetaria que siga siendo expansiva en respuesta a la dominancia fiscal no luce tan improbable en un año electoral. Habrá que ver cómo juega el programa con el FMI en esta dinámica.

¿Qué otros elementos pueden influir en las tasas reales en el corto plazo?

Más allá de los factores típicos que influyen en la tasa de interés real de equilibrio de una economía, también hay otras variables más circunstanciales, de mercado e idiosincráticas que pueden tener un papel importante. Repasamos los más importantes.

1 - Factores técnicos - demanda por cobertura: los datos de inflación de alta frecuencia apuntan a un nivel de inflación del orden del 4,0% mensualizada para las primeras semanas de agosto, lo cual está en línea con nuestra expectativa, que incluso va más allá (hasta niveles de 5,5% en el 4T20). **Una aceleración en los datos de inflación en los próximos meses podría gatillar una mayor demanda por estos títulos a modo de cobertura, lo que podría hundir a los bonos todavía más en terreno negativo.**

2 - Factores técnicos - mayor oferta del Gobierno: dado que el déficit fiscal en la segunda mitad del año siempre suele ser mucho mayor al del primer semestre, y que la recuperación en el nivel de actividad viene siendo gradual, las necesidades de financiamiento del Tesoro seguirán siendo elevadas.

Curva CER: ¿respiro o fin de fiesta?

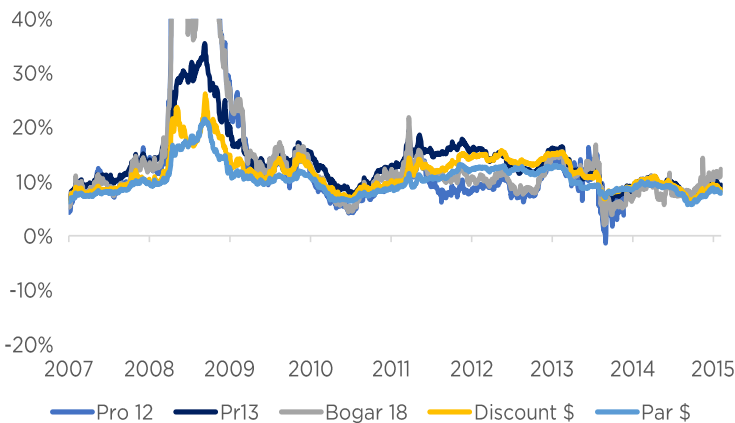
En este contexto, el espacio para el financiamiento monetario se va estrechando, tanto en términos legales (límite permitido por la Carta Orgánica), como en términos macroeconómicos (su impacto en la brecha y la inflación). Por eso, será importante que el Gobierno pueda lograr repetir lo de esta semana: conseguir financiamiento neto en el mercado, de modo de esterilizar pesos y restarle presión al BCRA. Una de las opciones para lograr este objetivo es emitir más bonos CER, y esa oferta podría implicar tasas más altas (o impedir una compresión todavía mayor). A nuestro entender, de todos modos, el Gobierno tiene una oportunidad de replicar el éxito de la curva CER en otro tipo de instrumentos, como bonos dólar-link o Badlar.

3 - Percepción de mayor riesgo de crédito: a diferencia de los bonos en dólares con los cuales hicimos el ejercicio de arbitraje más arriba, los bonos CER están gobernados por legislación local, lo cual los transforma en un instrumento con un riesgo de crédito mayor. Si la situación macro se complica y el Gobierno no logra empezar a emitir títulos con vencimientos mayores a los 6 meses (como las LeDes), el riesgo de crédito podría subir, ampliando los niveles de tasas de los instrumentos en pesos, incluyendo los bonos CER. Dicho esto, la política de financiamiento del Gobierno actual demostró privilegiar bastante a los instrumentos del mercado local (con algunos casos que demostraron ser más la excepción que la regla, como el AF20), lo cual mitiga este escenario.

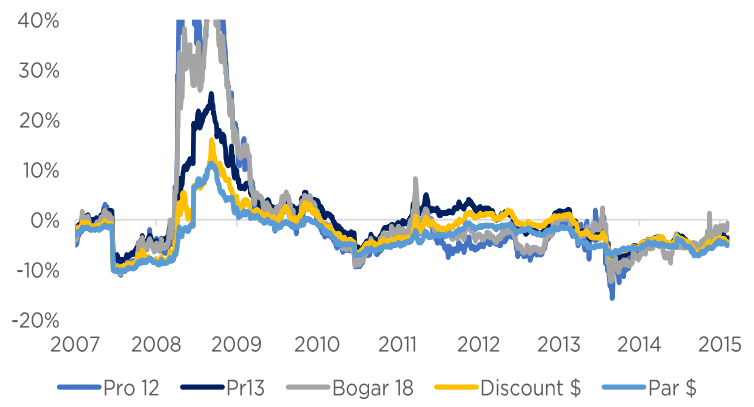
4 - Intervención de INDEC: si el mercado empieza a percibir una mayor probabilidad de intervención en las estadísticas del IPC, esto se verá reflejado en un mayor nivel de tasa de interés para los bonos CER de manera tal de compensar ese diferencial entre el número oficial al que ajusta el CER (y, por lo tanto, los bonos) y la verdadera inflación, aproximada por las mediciones privadas. Como se puede ver en los gráficos siguientes, esto ocurrió durante el período de intervención del INDEC hace no mucho tiempo. La diferencia llegó a ser de casi 15 puntos en 2013. Cabe destacar que, a nuestro entender, la probabilidad de intervención hoy es muy baja.

Curva CER: ¿respiro o fin de fiesta?

Rendimientos Históricos - Bonos CER



Rendimientos Históricos - Bonos CER
ajustados por gap entre inflación INDEC y Est. Privadas



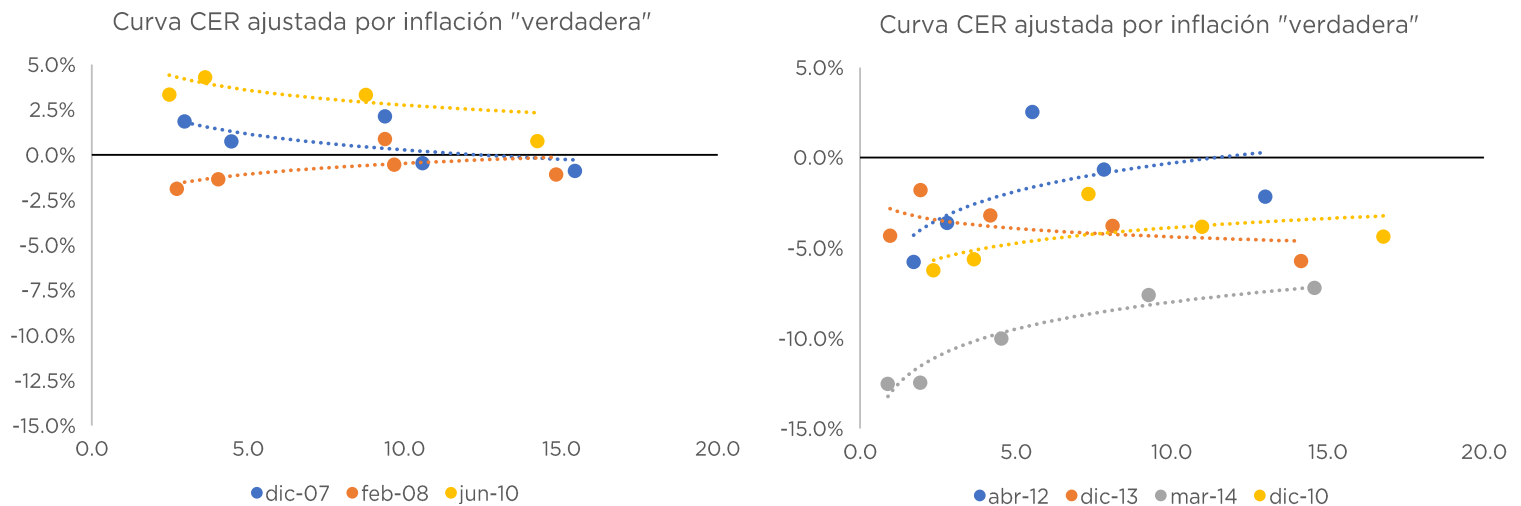
Gap entre inflación oficial y estimaciones privadas para años 2007 a 2015 es de: 9,4%, 18,2%, 10,2%, 11,6%, 13,6%, 13, 8%, 14,4%, n/a y 13,0%

¿Qué nos dice la historia respecto de una mayor compresión en tasas reales?

Si tomamos los rendimientos de los bonos CER y analizamos su comportamiento en el período 2007 a 2015, vamos a ver que rara vez cotizaron en terreno negativo (un episodio muy puntual en marzo de 2014). Sin embargo, la forma correcta de analizar los rendimientos históricos exige ajustar los rendimientos de los bonos CER por el diferencial entre la inflación medida por el INDEC intervenido y las estimaciones privadas, que son una aproximación a la verdadera inflación del período. Luego de hacer estos ajustes, el panorama cambia completamente: **durante gran parte del período 2007/2015 los bonos CER cotizaron con tasas negativas respecto de una aproximación a la inflación real.**

Otra forma de verlo es mirando la forma de las curvas CER en determinados momentos del período que representan mínimos locales para las tasas. Como se puede observar, hay momentos como por ejemplo feb-08, cuando la curva mostraba una muy leve pendiente positiva con el tramo medio centrado en torno a una tasa de 0% por sobre la inflación “verdadera”. Si pensamos que el escenario de “respiro” se materializa y, por lo tanto, una mayor represión financiera (de la mano de más controles cambiarios), un tipo de cambio real más alto (de la mano de una mayor brecha y/o una devaluación del oficial), una exit yield para los bonos en dólares más baja que 12% y una mayor demanda por cobertura (ante una aceleración de la inflación) llevan a que la curva CER siga comprimiendo, entonces el próximo paso sería tener una curva como la de feb-08 (ajustada por inflación “real”).

Curva CER: ¿respiro o fin de fiesta?



Gap entre inflación oficial y estimaciones privadas para años 2007 a 2015 es de: 9,4%, 18,2%, 10,2%, 11,6%, 13,6%, 13, 8%, 14,4%, n/a y 13,0%

¿Qué nos dice la historia respecto de una mayor compresión en tasas reales?

Casos mucho más extremos representan los de dic-10, dic-13 y, más aún, mar-14, que muestran curvas CER decididamente hundidas en terreno negativo. El caso de mar-14 resulta bastante interesante porque se da en un momento post devaluación del tipo de cambio oficial, evento que, hoy por hoy, está dentro de las posibilidades definitivamente y que, por otro lado, potenciaría dos de los efectos que mencionamos como drivers de tasas reales bajas: aceleración de la inflación y tipo de cambio real más alto (a menos que la brecha baje más de lo que devalúa el oficial). Las ganancias de capital en ese caso para los bonos CER serían muy significativas, y terminarían de completar un año récord para esta clase de activos.

Reflexiones finales

Si bien es cierto que, de ahora en adelante, el carry tiene muchas más chances de ser la principal fuente de retorno en los bonos CER, no vemos como un escenario muy improbable el de una curva CER que se siga comprimiendo hasta mostrar rendimientos en el tramo medio en el orden del 0%. En otros términos, no vemos imposible recrear una curva (ajustada por inflación "verdadera") al mejor estilo dic-07 o abr-12. Escenarios más extremos, como los de post devaluación de 2014 solo lo vemos probables si se materializa una devaluación discreta en el tipo de cambio oficial, que acelere fuertemente la inflación y gatille una demanda por cobertura significativa en el actual entorno de represión financiera.

ATENCIÓN INDIVIDUOS

Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2260

PARTNERS COMERCIALES

María Eugenia Campoy
mecampoy@consultatioinvestments.com
(54 11) 2206-2245

ATENCIÓN MINORISTA

Juan Pablo Petre
jpetre@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini
abattaglini@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2281

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2255

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2296

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2247

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.