

# Impactos de corto plazo de reformas estructurales

## Resumen y conclusiones

- El acuerdo fiscal logrado entre Nación y Provincias le aporta credibilidad y certidumbre al sendero de la política fiscal, y es consistente con tasas de interés en USD más bajas en el mediano plazo.
- El atractivo de la pendiente de la curva de rendimientos en USD se revaloriza.
- La modificación del régimen de inversiones de las compañías de seguros le pone un piso más alto a las tasas de equilibrio de Lebac.
- La política monetaria se vuelve más contractiva en el margen, y aumenta el valor de los activos sustitutos: bonos ajustables por BADLAR y por CER.
- El Peso sigue siendo ganador con estos cambios.

José M. Echangüe  
Estratega

+ 54 11 2206 2206

comercial@consultatioinvestments.com

## Impactos de corto plazo de reformas estructurales

---

La política monetaria y fiscal tuvieron esta semana dos novedades muy relevantes en términos de mercado: el pacto fiscal y la modificación de la normativa de inversiones de las compañías de seguros donde, en un plazo de 4 meses, dejarán de poder tener Lebac -el instrumento más atractivo en términos de rendimientos y de menor riesgo crediticio- en sus balances.

Los cambios tienen su lógica y fundamentos propios, pero su implementación en simultáneo no es casual: el “Consenso Fiscal” necesita alguien que lo financie.

En el balance de concesiones que realizaron las partes en el acuerdo, la Nación es la que paga mayores costos en el corto plazo. Las Provincias en cambio, tienen sus compromisos más diferidos en el tiempo, lo que es consistente con la distinta capacidad de acceso a financiamiento que tiene cada una de las partes. Las concesiones que realiza la Nación sin embargo, no deben medirse en base caja hoy, sino en términos de valor presente: la reforma le permite lograr los acuerdos necesarios para poder modificar un aspecto clave: la cláusula de ajuste de las jubilaciones y pensiones, donde reside la principal fuente de déficit fiscal proyectado.

El resultado del pacto fiscal se traduce en mayor previsibilidad y credibilidad de la política fiscal, tal vez el costado más vulnerable del modelo económico de la administración Macri. Los precios de mercado de los títulos públicos en USD de mediano y largo plazo reaccionaban hoy a la noticia en esta línea, con subas superiores al 2%. La pendiente de la curva vuelve a ganar atractivo.

Del lado de la modificación de la normativa de inversiones para las compañías de seguros, los efectos de primer y segundo orden de esta decisión sobre las tasas de interés en pesos son más heterogéneos.

Las tenencias directas e indirectas de Lebac de las compañías de seguros representan aproximadamente el 15% del stock de circulación y el plazo que tienen para deshacerse de esas posiciones es breve: antes del 31 de Marzo de 2018. Si bien se espera que el Tesoro Nacional emita instrumentos para abastecer a esta nueva demanda, es claro que el impacto de mercado sobre el resto de los instrumentos denominados en pesos no será neutro. Entre los principales efectos que se pueden identificar, destacamos tres:

- Tasas de Lebac: la tasa de interés de equilibrio de las Lebac tras la modificación debería ser más alta, ya que hay una parte de la demanda que no estará más. En el corto plazo, el impacto es incierto, ya que dependerá de la velocidad con la que reaccionen tanto las compañías como los fondos comunes.

## Impactos de corto plazo de reformas estructurales

---

- Rendimiento de la curva CER y BADLAR: la liquidación o no renovación de las Lebac va a aumentar el atractivo de los activos sustitutos, especialmente de aquellos que cuenten con mayor liquidez de mercado que tienen un atractivo adicional para inversores institucionales como los fondos comunes de inversión;
- Política monetaria: con un piso de tasa de interés de equilibrio más alto, el sesgo contractivo de la política monetaria se endurece todavía más y el margen de maniobra para bajarla se reduce, o se vuelve más lento. El atractivo del Peso en este contexto se ve fortalecido.

Más allá del valor que le otorga al resto de las curvas en pesos el reposicionamiento de portafolios de las compañías de seguros y fondos comunes de inversión, el piso de rendimiento más alto de Lebac le pone un techo al potencial de retorno que tienen sus activos sustitutos (CER y BADLAR). Para aquellos inversores que no están afectados por el cambio regulatorio, el instrumento Lebac sigue siendo el más atractivo.

Un detalle que todavía no se conoce es si los nuevos instrumentos que emitirá el Tesoro para abastecer la “nueva” demanda serán elegibles para inversores extranjeros. Si este fuera el caso, la reforma tendrá un valor más negativo todavía para las compañías de seguros, ya que la demanda de extranjeros presionará aún más hacia la baja los rendimientos de estos nuevos títulos.

## Disclaimer

---

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("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 es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° 351 y Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n°47, en ambos casos de la CNV. 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 cuotas partes 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 cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.