

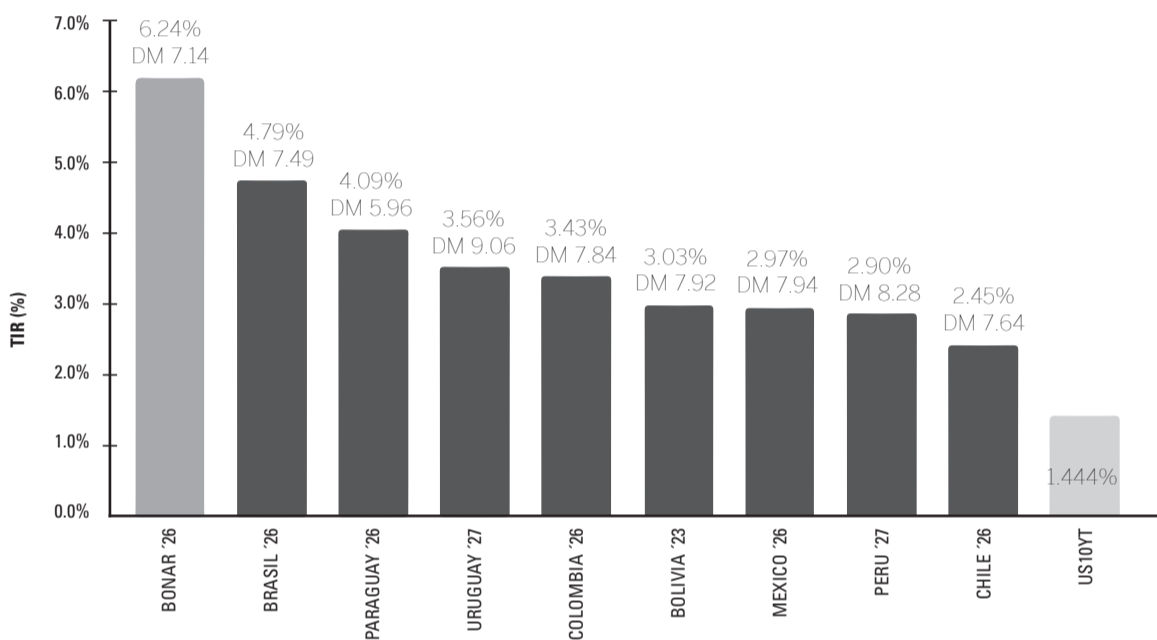
# Finanzas

Hay márgenes para el upside en la renta fija local, aunque es probable que ya haya pasado lo mejor. Los títulos para monitorear. **Por Gustavo Neffa (\*)**



## ¿Todavía queda espacio para que se aprecien los bonos?

TASA INTERNA DE RETORNO (TIR) COMPARADA DE BONOS A 10 AÑOS (O PLAZO SIMILAR) DE LA REGION



FUENTE: BLOOMBERG

Directa consecuencia del cambio de gestión, Argentina ha avanzado mucho en bajar el costo de fondeo este año y se ha puesto de moda en toda la comunidad financiera mundial. El acuerdo con los holdouts habilitó una puerta de entrada de dólares que ha sido un éxito hasta ahora, tanto en precios/retornos como en cantidades (bid-to-cover), comenzando con la megaemisión soberana del pasado abril, pero que continuó con un efecto derrame tanto a provincias (tan necesitadas) como a empresas que finalmente pueden aprovechar el momento para hacer el roll-over de vencimientos de este año y el próximo.

Dado que Argentina ha sido el segundo mejor crédito soberano que se apreció en los últimos doce meses después de Ucrania, con un estelar 32% promedio, y que venía haciéndolo desde unos pocos meses después que en junio de 2014 se declarara el default técnico de sus bonos luego del dictamen de Thomas Griesa, la pregunta obvia es si ¿todavía hay espacio para que se aprecien los bonos?

La respuesta es sí, aunque ya hemos visto lo mejor. Pero veamos el gráfico que acompaña la nota, que vale más que mil palabras se-

Argentina ha sido el segundo mejor crédito soberano que se apreció en los últimos doce meses después de Ucrania

gún un proverbio chino.

Observen en el mismo el rendimiento del bono a diez años de Argentina frente a los pares de la región similares. Para la comparación se excluyeron los bonos de Venezuela y Ecuador, dos países con mayor riesgo país hoy. El Bonar 2026 es, por lejos, el bono que más rinde y que más paga a sus inversores en todo Latinoamérica, incluido México, incluso muy superior a la tasa interna de retorno (TIR) de cualquier otra alternativa analizando el resto de los países del Caribe.

Para converger al bono de Brasil, el ejercicio de simulación de converger a un rendimiento de 4,79% que paga hoy su bono 2026 con cupón 6% implicaría una suba de US\$ 108,7 a US\$ 120,90 en su precio, es decir, una apreciación de más del 11%. La misma no se daría

de un día para el otro, pero marca el camino a seguir si se hacen bien las cosas o, al menos, si se pretende converger al riesgo Brasil.

La semana pasada se emitieron bonos con legislación Nueva York por US\$ 4.200 M: el soberano, Salta, Arcor e YPF. En los próximos dos meses se esperan otros US\$ 2.850 M. El más inmediato es el bono de Petrobras Argentina 2026 con US\$ 500 M, la provincia de Chubut con US\$ 650 M, y Clisa (US\$ 200 M). También preparan su primera salida internacional la provincia del Chaco (US\$ 200 M) y Pampa Energía (US\$ 700 M), así como Celulosa (US\$ 250 M) y Banco de Galicia (US\$ 300 M).

Si bien la actual gestión está en deuda con el control de la inflación y el dinamismo de la economía, la herencia ha sido muy pesada. Los nuevos endeudamientos soberanos, provincial y corporativo no preocupan, por ahora, porque parte de una relación de apalancamiento muy baja y porque se estima que la economía crecerá 3,2% y 2,7% (promedio ponderado de Bloomberg) en 2017 y 2018, respectivamente.

(\*) Socio y director de Research for Traders (RfT). @gneffa

### punto de vista Matías Daghero

Autor de "Con los \$ que tengo, ¿qué hago?"



## ¿Sirve gravar la renta financiera?

A menudo se suele escuchar a políticos o incluso periodistas hablar de la necesidad de gravar a la renta financiera, que no resulta "justo" que el trabajo esté gravado y no el resultado de operaciones financieras. Casi que podríamos decir que esto suena políticamente correcto, más aún en un país en donde la cultura financiera no es algo muy arraigado. Según una encuesta Global de Educación Financiera de Standard & Poor's sólo el 28% de los adultos pudo aprobar un test de finanzas, muy por debajo de la media mundial. ¿Pero realmente tendría algún efecto positivo en el crecimiento del PIB el hecho de gravar la renta financiera?

Aquí conviene comenzar resaltando que toda modificación en impuestos modifica los incentivos de los agentes para operar. Así, por ejemplo, la fuerte suba que tuvieron los autos de lujo hace unos años como consecuencia de la aplicación del impuesto terminó impactando en un perder-perder al reducirse fuertemente la cantidad de autos vendidos. Perdieron las concesionarias de autos que vieron disminuir sus ventas (hasta puntos de casi cierre en el caso de autos de lujo) y perdió el Estado porque la suba del impuesto terminó haciendo caer la recaudación por la caída en la actividad. Al volver el impuesto a un esquema más razonable hace unos meses, permitió que vuelva a moverse este mercado.

Si analizamos el hecho de gravar la operatoria bursátil, lo que se conseguiría sería algo muy similar. Veamos como impactaría.

Pensemos en el caso de los mercados de deuda, tomando un ejemplo en pesos y uno en dólares. Las Lebac son deuda que emite el BCRA y las mismas se encuentran exentas del impuesto a las ganancias. Si tomamos la tasa de la licitación de la semana anterior observamos que el ren-

dimiento exigido por los inversores es de 30,75%. Si esto estuviera alcanzado por el impuesto, el rendimiento neto del inversor caería hasta menos del 20%. ¿Usted piensa que los inversores se contentarían con este rendimiento y verían erosionar el poder adquisitivo de su dinero? La respuesta es un no rotundo. Lo que harían los inversores sería exigir un rendimiento mayor que compense este efecto, encareciendo fuertemente el costo de endeudamiento del BCRA hasta una tasa de más del 47%. Así, por cobrar el 35% de impuesto el costo de endeudamiento subiría más de un 53% respecto de los valores actuales.

Situación similar se presentaría en el caso de una inversión en dólares como podría ser el Bonar 2024 como podemos observar en la tabla al pie de esta nota.

A su vez, como estos rendimientos resultan de guía para el resto del crédito del sector privado, subiría el costo del endeudamiento para las empresas dificultando el desarrollo de la actividad productiva.

Por otra parte, cabe preguntarse qué efecto tendría en la compra-venta de acciones. Además de poder efectuarse un análisis similar al anterior, hay que tener presente la naturaleza de la inversión en acciones. Cuando uno compra una acción se convierte en "dueño" de esa empresa (sin importar si nos quedamos la acción minutos, días o años). Y esta empresa paga en nombre de sus accionistas el impuesto a las ganancias por lo que en caso de que se le cobrara también al accionista se estaría dando una doble imposición.

Como se podrá observar, más allá de lo políticamente correcto que pueda sonar gravar la renta financiera, el impacto que termina teniendo en la riqueza del país es negativo ya que perjudica a los factores de producción de la economía.

INSTRUMENTO	RENDIMIENTO DEL INSTRUMENTO	RENDIMIENTO NETO DE IMPUESTO A LAS GANANCIAS	RENDIMIENTO PARA NEUTRALIZAR EFECTO DEL IMPUESTO A LA GANANCIA
LEBAC A 35 DIAS	30,75%	19,99%	47,31%
BONAR 2024 (AY24)	5%	3,25%	7,69%