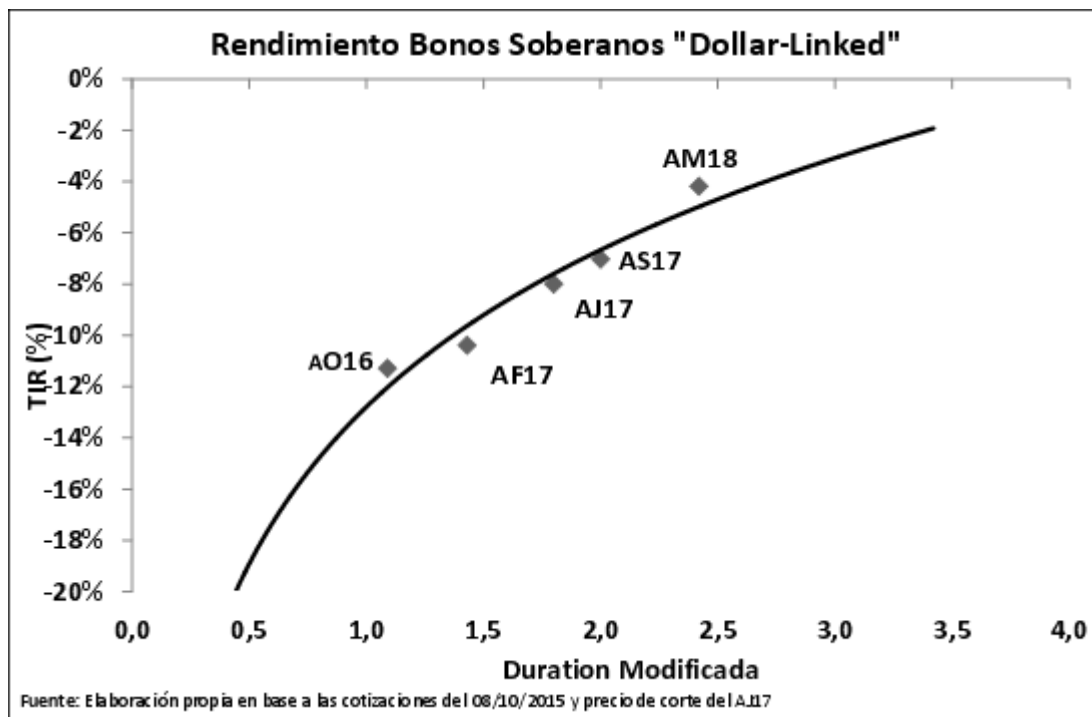


Finanzas

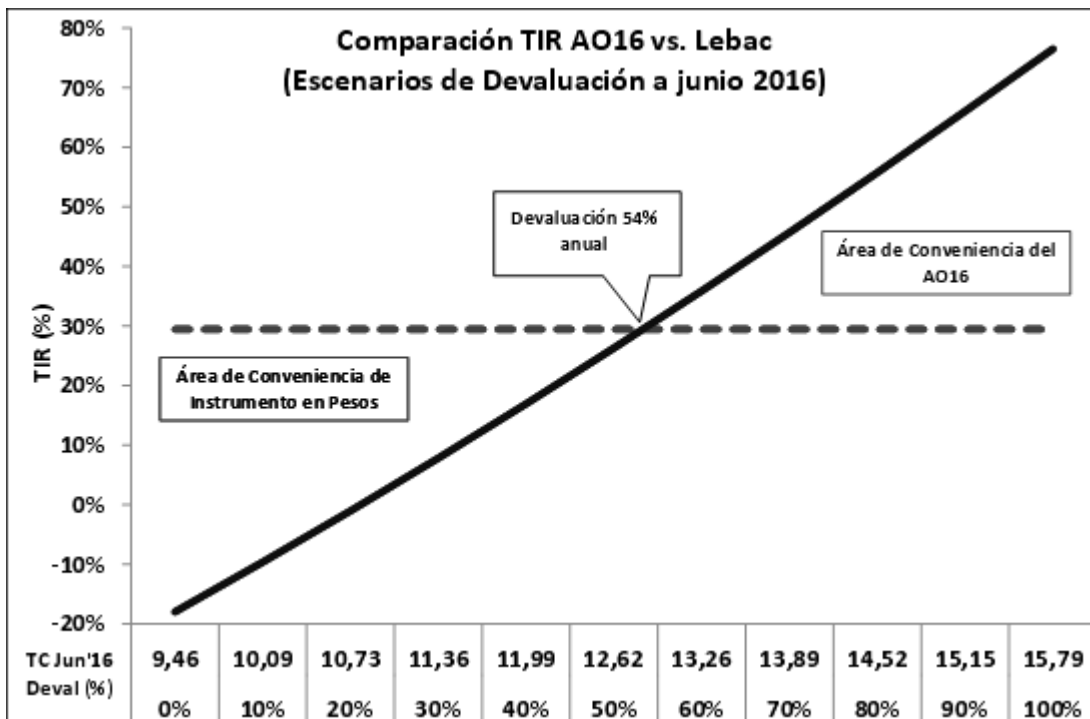
Dollar-Linked, la apuesta a la devaluación

Leandro Fisanotti

Los bonos dollar-linked cobraron popularidad a partir de 2014 y se han convertido en algunos de los activos más operados en el mercado secundario. El interés despertado en los inversores transformó también a estos títulos como uno de los vehículos preferidos por el Tesoro para captar fondos. Sin ir más lejos, esta semana se concretó una nueva emisión de bonos ajustables por la evolución del tipo de cambio oficial. No obstante, los elevados precios alcanzados implican una apuesta a una fuerte devaluación.



La emisión de Bonad 2017 – instrumentos con vencimiento en junio de ese año – realizada el pasado jueves deja tela para cortar. El nuevo instrumento dollar-linked recibió ofertas por un valor nominal de US\$ 446.024.271, es decir una oferta un 11% menor al monto que se planteaba emitir que ascendía a los US\$ 500 millones. Entre las ofertas recibidas, solamente se convalidaron aquellas en las que el precio ofrecido fue de US\$ 116,30 o superior por cada 100 dólares de valor nominal. Esto implica una TIR negativa para el bono considerando los niveles actuales para el tipo de cambio del orden del -8% anual. Este valor no sorprende puesto que queda en línea con los rendimientos que ofrece la curva de bonos soberanos tipo dollar-linked.



Los rendimientos negativos expresan una clara expectativa de devaluación por parte de los inversores. Tomando el caso del bono AO16, la inversión en este título sólo tiene sentido si se plantea una pauta devaluatoria para el año entrante superior al 50%. En caso que el salto en el tipo de cambio sea menor, y dadas las cotizaciones vigentes para este bono, un inversor que tome una posición en un instrumento en pesos obtendría un mejor resultado. Por ejemplo, en la licitación de Letras del BCRA del pasado martes, la autoridad monetaria captó pesos a junio de 2016 convalidando una tasa nominal del 28,25%, lo que representa una TIR del orden del 29,4% para esta colocación.

Asumiendo diferentes escenarios de devaluación, la rentabilidad del Bonad 2016 al mismo período sólo supera el rendimiento de la Lebac si el ritmo de devaluación alcanza el 54%. En tal escenario, los pagos de cupón que operan este mes y en el próximo abril (reinvertidos), sumados al valor técnico proyectado empardan el retorno que ofrece la Lebac al vencimiento. Este panorama implica que la protección que los instrumentos dollar-linked ofrecen ante un escenario de devaluación de la moneda local resulta solamente parcial. En este sentido, el presente análisis no debe interpretarse como una expresión de conveniencia en relación a mantener posiciones en pesos, sino que expone la necesidad de profundizar el análisis de la cobertura que ofrecen los títulos emitidos en dólares y pagaderos al tipo de cambio oficial.

Una alternativa para mejorar el perfil de esta colocación pasa por optar por una estructura sintética que integre el instrumento en pesos (Lebac) y una cobertura frente a la evolución del tipo de cambio mediante la compra de Futuros de Dólar en Rofex. La estrategia de suscripción de Lebac y compra del Futuro con vencimiento en junio 2016 plantea un retorno positivo ante devaluaciones superiores al 10%, superando el retorno de la posición en pesos a partir de pautas de depreciación que superen el 40% (visto a finish e incorporando costos de transacción). La estrategia sintética supera al AO16 bajo todos los escenarios, aunque debe contemplarse que la operatoria de futuros implica la necesidad de contar



con liquidez a fin de reponer las diferencias negativas en caso de que los precios de ajuste del contrato (determinados diariamente) impongan pérdidas para el comprador.

La próxima semana se comparará las alternativas de inversión en títulos dollar-linked respecto de los pagaderos en dólares billete.

