



 Finanzas

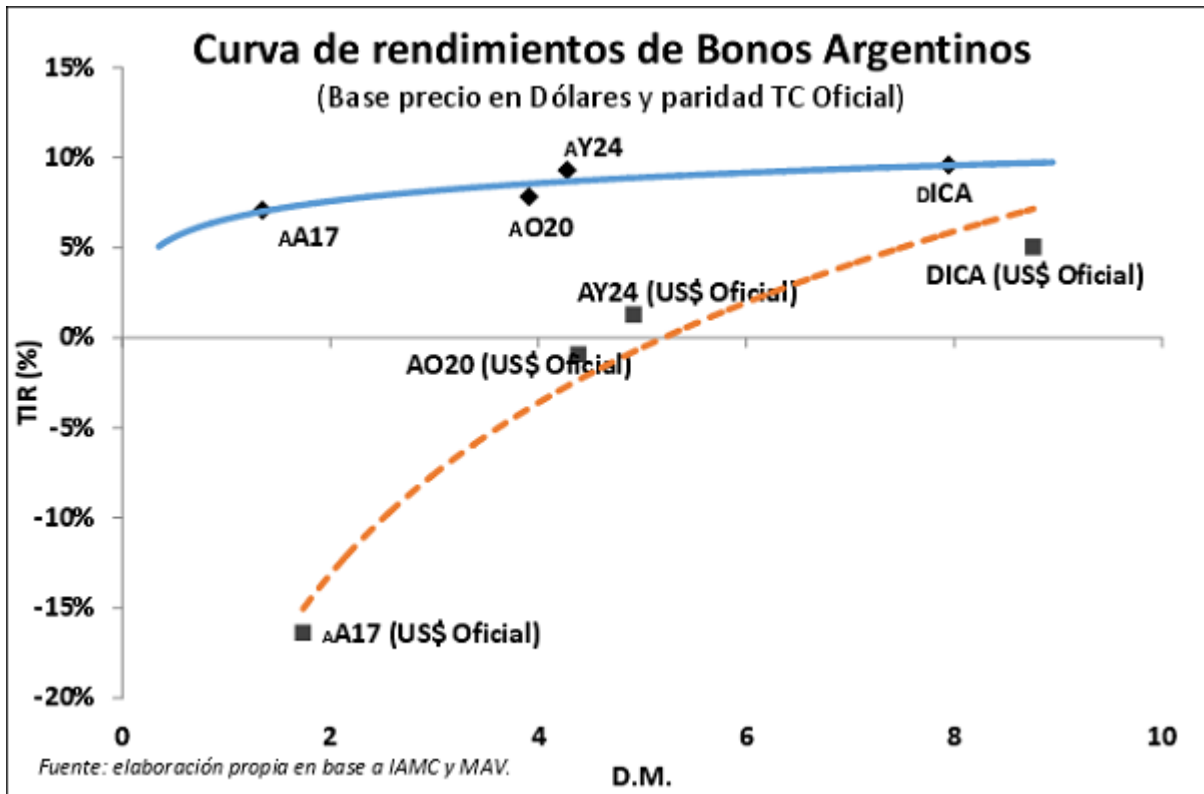
Bonos en Dólares versus Dollar-Linked: ¿la pelea del año?

Leandro Fisanotti

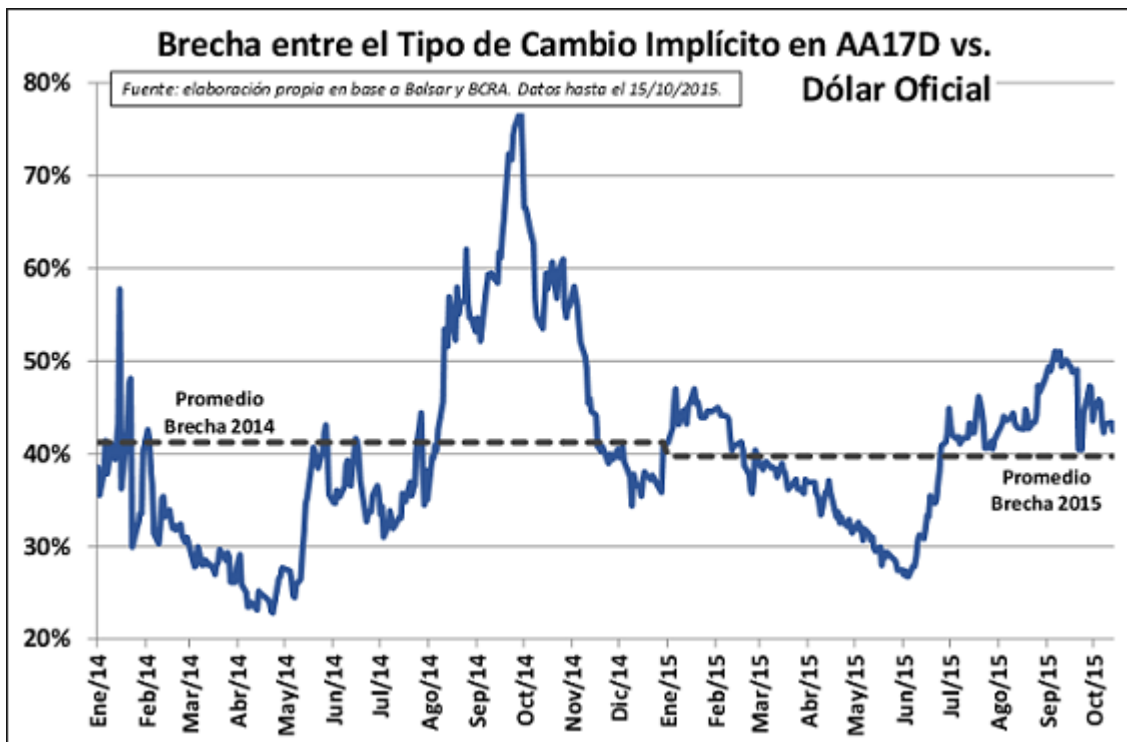
La semana pasada analizamos en esta columna los rendimientos de los bonos dollar-linked y las perspectivas de una inversión en este tipo de instrumentos en relación a una colocación en pesos. En este sentido, el análisis arrojó que a los precios vigentes, la devaluación del tipo de cambio de referencia debía ser de magnitud para que los títulos que ofrecen un rendimiento que fluctúa según la evolución del tipo de cambio supere a la rentabilidad del instrumento en moneda local.

Esta semana – tal como fuera comprometido – contrastamos las alternativas de inversión entre bonos que ofrecen al inversor pagos en dólares billete (dólar “contado”) respecto de aquellos nominados en dólares pero pagaderos en pesos al tipo de cambio oficial (“dollar-linked”). En primer término, debemos analizar qué sucede con los rendimientos de los bonos dolarizados, y aquí es donde aparece el primer escollo a resolver. Si se considera la cotización de los títulos en pesos al tipo de cambio oficial, los rendimientos proyectados se tornan negativos. Esto obedece a que las cotizaciones de estos bonos incluyen la brecha que se registra entre la cotización de referencia para la divisa norteamericana respecto de un tipo de cambio implícito en las operaciones bursátiles, que promedia el 40%. Esto, no obstante, es un problema de fácil resolución: estos bonos cuentan con una fluida negociación en dólares (operados como “Especie D” en Merval), por lo que puede construirse en forma análoga una curva de rendimientos que representan los retornos esperados en moneda dura.





En función de lo expuesto en el párrafo anterior, la incógnita clave para determinar el resultado que ofrecerá una colocación en bonos dollar-linked respecto de los bonos "contado" pasa a ser este diferencial entre las paridades cambiarias. No se trata de la brecha que se registra entre la cotización del dólar oficial y el denominado "blue" – que corresponde a un mercado informal – sino al tipo de cambio que puede obtenerse libremente al comprar un título en pesos y venderlo en dólares. Este spread se vio afectado por las ventas de bonos que se dieron tras la publicación de la Resolución General N° 646 de la Comisión Nacional de Valores, que impulsó a los Fondos Comunes de Inversión a desprenderse de bonos dolarizados, pero en lo que va de octubre ha retornado a los niveles promedio del año. Considerando las cotizaciones de cierre de la jornada del 15 de octubre, el bono AA17 negociado en pesos tenía un valor de \$ 1.358 mientras que en dólares (AA17D) se operaba a razón de US\$ 100,10, lo que implica una relación de \$ 13,57 por cada billete verde, un 43% más que la referencia cambiaria del Banco Central en base a la Comunicación A3500 de dicha entidad.



Siguiendo con la comparación entre las colocaciones en bonos dollar-linked o bonos "contado", lo que debemos preguntarnos es cuál sería el pago que ofrece cada una de las alternativas ante los diferentes escenarios que pueden plantearse en un horizonte de mediano plazo. Queda claro que los rendimientos marcadamente negativos que ofrecen a los niveles de precio actuales los bonos dollar-linked implican que una devaluación en el tipo de cambio oficial (por el que ajustan estos activos) se encuentra incluida en los precios. A las claras, una reducción en la brecha que existe entre tipo de cambio de referencia y el implícito en las cotizaciones de los títulos públicos supone un escenario en el que la inversión en los "linked" supera el resultado que podría obtenerse en los bonos de contado. El punto que el inversor debería detenerse analizar es cuál es la contracción requerida en este spread para que el título pagadero en pesos pase a ser más conveniente.

A fin de resolver dicho ejercicio, contrastamos los pagos que generaría una inversión en títulos AO16 respecto de una colocación de igual magnitud aplicada a bonos Bonar X (AA17). Tomando nuevamente los precios correspondientes al cierre de la rueda del 15 de octubre, un inversor podría aplicar fondos por \$ 1.115 (sin considerar gastos de transacción) a la compra de US\$ 100 V/N de títulos Bonad 2016 (AO16), con vencimiento al 28 de octubre del año que viene. Ese nivel de precio, considerando el tipo de cambio de referencia de esa fecha implica una TIR de -12,6%. El inversor estará entonces sujeto a las variaciones que experimente el tipo de cambio BCRA A3500 a la hora de analizar el retorno de su colocación.

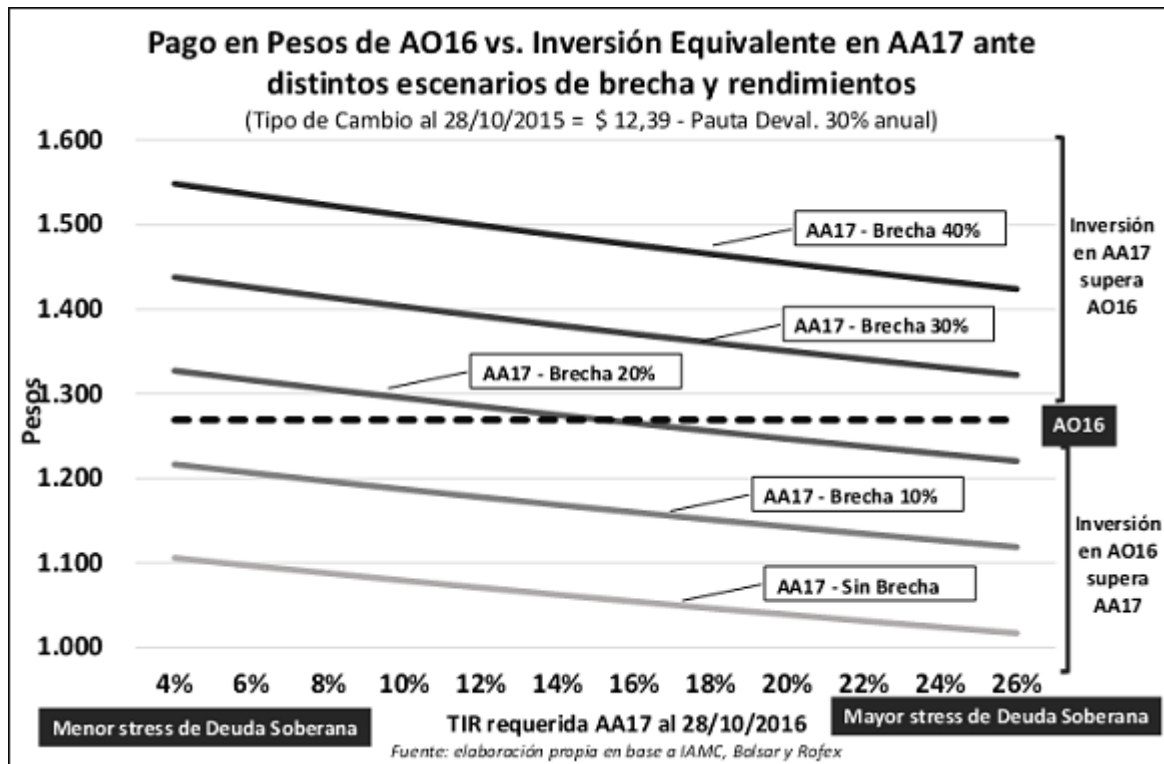
Aplicando la misma cantidad de fondos, el inversor podría alternatively adquirir unos US\$ 82 V/N de bonos Bonar X (AA17), considerando que los mismos marcaron un precio de \$ 1.358 por cada lámina de 100 dólares nominales. Pasamos a preguntarnos entonces bajo qué escenarios una inversión sería superior a la otra. A tal fin se construyeron una serie de

escenarios considerando la TIR exigida a una Bonar X al mes de octubre de 2016 y los posibles niveles de brecha entre las paridades cambiarias. Asumiendo un tipo de cambio al cierre de octubre 2016 del orden de los \$ 12,40 / US\$ (compatible con una pauta devaluatoria del 30%, niveles cercanos a los que se convalidan en las operaciones de Futuros), el AO16 tendría un pago final de \$ 1.269, incluyendo la reinversión de los cupones de renta.

Si a ese nivel de tipo de cambio oficial no se observara brecha respecto del dólar paralelo, el valor de la inversión en AA17 sería inferior que el producido por el bono dollar-linked. Esto se debe a la pérdida en de la brecha que estaba incluida en la cotización de compra del AA17. Desde luego, sería esperable que el rendimiento requerido a los bonos argentinos (prima de riesgo) haya disminuido en tal escenario, lo que incrementaría su precio. De todos modos, el bono pagadero en pesos superaría al pagadero en dólares.

No obstante, al pasar a considerar distintos niveles de brecha, el resultado cambia. Si la brecha cambiaria (entre el dólar MEP y el oficial) estuviera en el 20% al final de octubre 2016 (menos de la mitad del nivel actual) y el rendimiento que los inversores demanden al AA17 no supere el 14%, el Bonar X pasaría a ser la alternativa ganadora.

Al repetir el ejercicio ante diferentes niveles de tipo de cambio potenciales al momento del vencimiento del AO16 y diferentes niveles de rendimiento requerido a la deuda soberana, si la brecha que se registra entre el dólar oficial y el dólar bolsa supera el 20% el rendimiento de los bonos que retribuyen al inversor en billetes verdes supera al dollar-linked. Esto se repite incluso con escenarios de elevados niveles de stress de deuda, compatibles con niveles de Riesgo País que excedan los 2.000 puntos básicos.





En resumen, debe tenerse en cuenta que una apuesta por bonos dollar-linked implica una posición que tiende a beneficiarse de la contracción en los niveles de brecha cambiaria. Si el diferencial entre los tipos de cambio no se reduce al menos a la mitad, el duelo AO16 vs. AA17 tiene un claro ganador. Desde luego, este ejercicio se basa en el supuesto de que se mantienen las condiciones vigentes para los pagos de cada uno de los instrumentos analizados.

