

¿Posicionarse en deuda en ARS, CER o USD-linked?

Las recientes correcciones en precios de activos locales, combinados con movimientos en la inflación y en los mercados cambiarios, nos llevan a reevaluar posicionamientos en instrumentos de deuda soberana en ARS “puros” o ajustables, por CER o USD-linked.

Analizamos en un horizonte de inversión al 30/11/2021 (algo más de un año), fecha en la que vence el bono del Tesoro USD-linked T2V1. Se destaca que las conclusiones no son aplicables para una cartera de “trading”, que intente maximizar el rendimiento con operaciones de compra-venta de muy corto plazo.

Hasta hace algunas semanas, había una demanda creciente por instrumentos ajustables por CER. Esta demanda se atemperó notablemente ante la importante depreciación del peso en los mercados cambiarios alternativos al oficial y la emisión del bono soberano USD-linked el 6/10, que compitió como instrumento financiero de protección. Además, el deterioro general de las expectativas afectó la curva de rendimientos y precios de la deuda argentina en ARS y en USD.

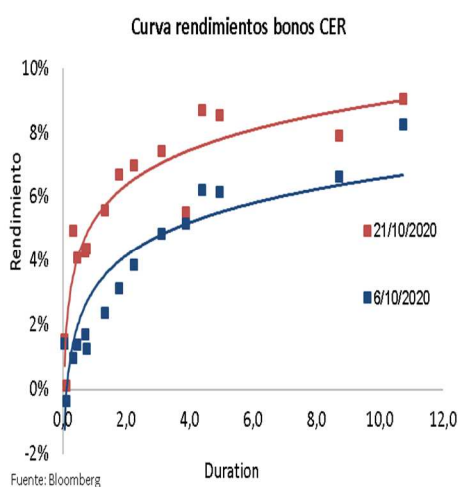
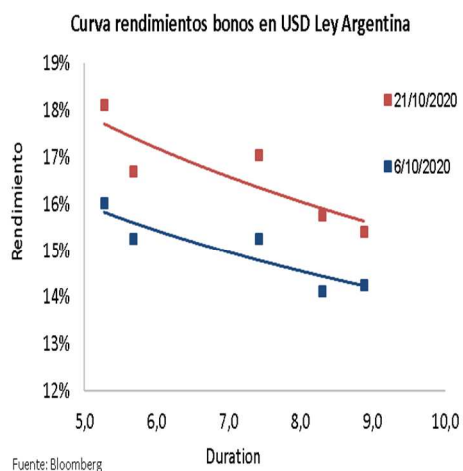
Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

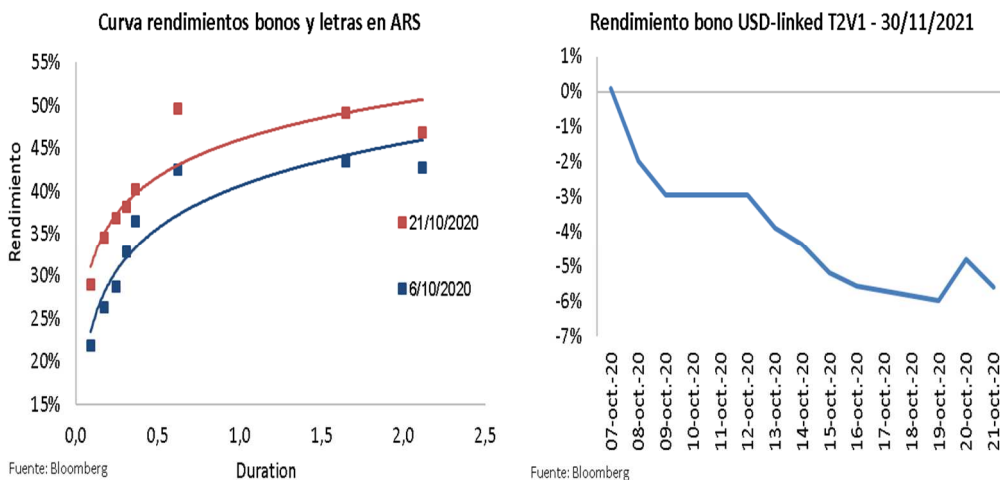
Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL



En consecuencia, mientras subían los rendimientos de los bonos en circulación, el del bono dólar-linked pasó de una tasa en la emisión primaria del 0,10% anual al -5,7% unos 15 días después.

Para comparar instrumentos con nominalidad en pesos con otros ajustables por tipo de cambio (oficial) y por índice de precios, calculamos en 49,3% anual la tasa de interés en pesos implícita que surge de los rendimientos de los bonos Bote 21 y Bote 23 al 30-11-21 (fecha de vencimiento del bono USD-linked T2V1). Como el rendimiento anual del bono USD-linked es negativo en 5,7%, podemos estimar en 60,9% la devaluación del ARS/USD implícita para período que va entre 22-10-21 y el 30-11-21. El mismo tipo de cálculo aplicado al instrumento con CER da una inflación implícita acumulada a esa misma fecha del 48,8%.

Tasas de inflación y devaluación implícitas en títulos

% anual. Al 22/10/2020

Moneda	Instrumento	Vencimiento	Duration	Rendimiento anual/Tasas*
USD-Linked	T2V1	30-nov.-21	1,2	-5,7%
ARS	Estimado**	30-nov.-21	1,2	49,3%
CER	Estimado**	30-nov.-21	1,2	5,3%
Tasas implícitas	Inflación			48,8%
	Devaluación FX oficial			60,9%

* Tasas para el cálculo de devaluación e inflación implícitas

** En base a interpolación de rendimientos bonos CER y bonos ARS

Fuente: Bloomberg

Dependiendo de las hipótesis de la evolución de estas dos variables y los riesgos asociados a los instrumentos, discutimos aspectos relacionados

MONITOR SEMANAL

con estas proyecciones.

Inflación: la tasa de 48,8% al 30/11/2021 está relativamente alineada con el 50,5% reflejado en la expectativa de consultoras y bancos que surge del REM publicado por el BCRA. Si este fuese el caso, la deuda ajustable por CER sería preferible a la tasa fija nominal mencionada.

Devaluación: la expectativa de devaluación del tipo de cambio oficial ARS/USD que surge del REM es 46,4%, mientras que la implícita en bonos es 60,9%. Nuevamente, si este fuese el escenario, en términos de rendimientos y precios, la deuda USD-linked estaría cara. Sin embargo, ese tipo de cambio oficial de ARS/USD 125 implícito en los precios de bonos para fines de noviembre de 2021 se ubica en la zona baja para los operadores en estos días. Ello parece convalidado si se observa el costo de cobertura en ROFEX al 69,9%. Vender cobertura en ROFEX y comprar bonos USD-linked podría ser una jugada interesante a estos precios, aunque no exenta de riesgos.

Riesgos: hay antecedentes de alteraciones contractuales explícitas o implícitas que se han aplicado a la deuda ajustable por CER, USD-linked y contratos en ROFEX – por ej, reperfilamientos o alteración a los mecanismos de ajuste CER e inclusive ROFEX según experiencia de 2015-. En estas instancias, les asignamos una baja probabilidad de ocurrencia.

En síntesis, si el desenlace de las tensiones actuales se da dentro de un contexto de correcciones de tipo de cambio y precios controladas, que convalida las tasas implícitas actuales, la deuda en ARS podría ser una alternativa de inversión con menor exposición relativa a alteraciones contractuales. En cambio, si el contexto es de ajustes importantes en la inflación, están los instrumentos con CER, particularmente si el contexto incluye una estabilización posterior exitosa. Si ello no ocurriese, la opción USD-linked luce más atractiva, mucho más si se diese en un contexto de cierre de brecha cambiaria. El contexto de incertidumbre actual le da sentido a este último instrumento.