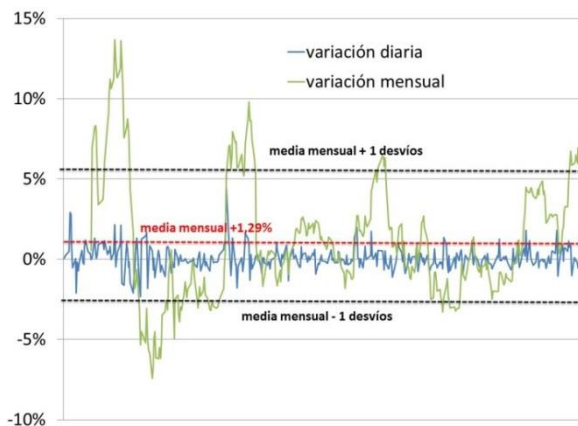


28 de julio de 2017

## Lebac desde la perspectiva del dólar

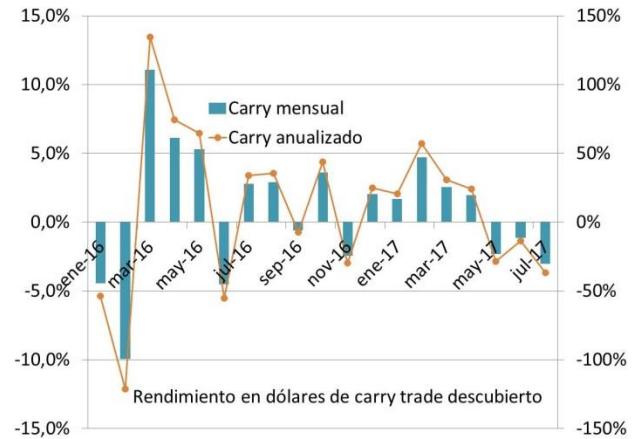
Durante las últimas semanas, la suba del tipo de cambio quitó varios puntos a las carteras en dólares que destinan una porción a colocaciones en pesos. Como siempre mencionamos, medir el desempeño de nuestras inversiones difiere según las necesidades de cada uno. Una cosa es manejar el exceso de liquidez de una pyme, otra es la cobertura de un importador/exportador y otra bien diferente es una cartera a mediano plazo de una persona física. Dada nuestra historia de inestabilidad cambiaria, el rendimiento de una cartera personal solemos medirlo en dólares. En este *Resumen* nos centraremos en el último caso, enfocándonos en los riesgos/beneficios de las colocaciones en pesos pero desde la perspectiva del dólar.

Estábamos desacostumbrados a la flotación del dólar. Durante las últimas décadas tuvimos muy breves periodos de tipo de cambio flexible. En el gráfico a continuación tenemos las variaciones del dólar desde enero de 2016. Como se puede ver (línea verde) si bien las variaciones mensuales tienen un comportamiento aleatorio, las observaciones positivas por encima de la línea punteada (superior) son más frecuentes que las variaciones negativas por debajo de la línea punteada (inferior). En criollo, más allá del camino del tipo de cambio, en el último tiempo tuvimos más subas abruptas que bajas abruptas en el precio de dólar. Nadie está a salvo de experimentar una pérdida de capital en dólares al estar colocado en pesos.



Fuentes: Estimaciones propias en base a datos de Reuters.

En el mismo sentido, el gráfico a continuación muestra el resultado en dólares mes a mes de la famosa estrategia "carry trade". Esto no es otra cosa que vender dólares y comprar lebac. Al medir el rendimiento en dólares de las colocaciones en lebac, vemos como alternamos meses de tasas muy positivas en dólares pero también otros donde debo tolerar pérdidas de capital.



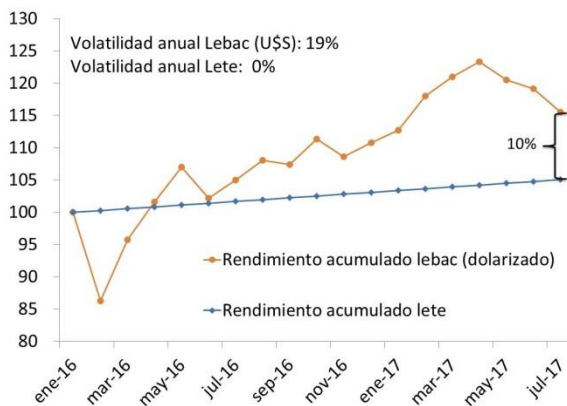
Fuentes: Estimaciones propias en base a datos de Reuters.

Si suponemos que no tenemos la bola de cristal, vender el dólar en los picos y recomprar en las mesetas, quizás tiene más sentido ver el resultado de la estrategia al cabo de algunos meses. Como se puede ver, desde enero de 2016 la operación tuvo un rendimiento punta contra punta del 15% en dólares, muy seductor. El mayor tropezón llegó en estos últimos tres meses, donde la estrategia de vender dólares y colocar en lebac dio una pérdida superior al 6% en dólares.



Fuentes: Estimaciones propias en base a datos de Reuters.

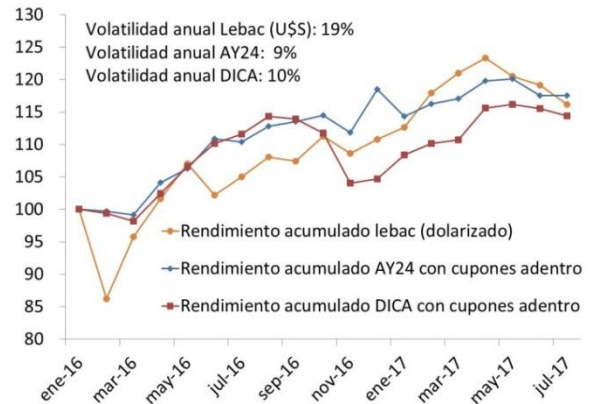
¿Contra qué otra estrategia la podemos comparar? La primera tentación es confrontarla contra una colocación en letes, dado los plazos similares de los instrumentos. En el gráfico a continuación sobresalen dos cosas. La primera, que la estrategia de carry trade brindó un rendimiento de 10pp por encima de una colocación en letes. Sin embargo, también queda en evidencia la diferencia en cuanto al riesgo de pérdida de capital. Colocando en letes todos los meses tengo más dólares que el mes anterior (mientras el Gobierno pague, obviamente), cosa que como vimos no sucede con la lebac. Debemos buscar otro instrumento para comparar la relación riesgo/retorno.



Fuentes: Estimaciones propias en base a datos de Reuters.

Tomemos como ejemplo el AY24 y el DICA. Como se puede observar en el gráfico, comprando y guardando estos dos bonos soberanos me fue tan bien como con la estrategia carry trade. Recordar que en este caso además de la variación de precio tengo que incluir el cobro de los cupones.

Si bien uno podría decir que el plazo de la colocación difiere, estas inversiones siguen siendo bastante comparables. El plazo en un bono no es otra cosa que la duration, y esta no es otra cosa que la volatilidad en los precios. Con lo cual, a mayor volatilidad mayor probabilidad de perder capital en dólares en nuestras inversiones en bonos. Al comparar la volatilidad o la probabilidad de perder capital "en dólares", vemos que en la compra de bonos soberanos fue prácticamente la mitad que en la compra de lebac.



Fuentes: Estimaciones propias en base a datos de Reuters.

Desde enero de 2016 a hoy comprando AY24 o DICA gané lo mismo en dólares que comprando lebac, pero corriendo básicamente la mitad de riesgo. ¿Debo eliminar las lebac como opción dentro de mi cartera en dólares? Para nada, de hecho si establecemos la fecha de corte en abril de este año, la estrategia de lebac nos hubiera dado mayor riesgo pero también un rendimiento más atractivo en relación al resto de las opciones. ¿Conclusión? Como mencionamos en varias oportunidades, ser cuidadoso con el porcentaje de lebac en una cartera en dólares. El segundo punto es no siempre ir con la corriente. En momentos de incertidumbre y suba abrupta del tipo de cambio (como el actual) quizás sea el mejor momento de aumentar la proporción destinada a la tasa en pesos. En momentos de absoluta pasividad del dólar donde lea en todos los diarios sobre el boom de la bicicleta financiera, quizás sea el mejor momento para bajar la exposición a pesos y comenzar a dolarizarse.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe