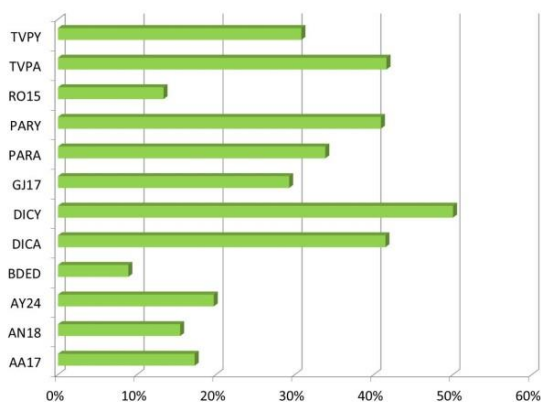


29 de enero de 2016

El potencial de los bonos en dólares

Desde el año 2013, con muchísima volatilidad en el camino, los bonos en dólares argentinos mostraron un brillante desempeño. Además de pagar interesantes cupones de renta, las paridades subieron provocando importantes ganancias de capital en dólares. En el siguiente gráfico mostramos el desempeño durante el 2015. Los rendimientos están medidos en dólares (bonos ley NY también consideramos el cupón no pagado). Los resultados son excelentes, sobre todo, como venimos haciendo hincapié, en la parte larga de la curva (Par y Discount).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Si a la fuerte ganancia en dólares le sumamos los cambios en el escenario local, la tentación de tomar ganancias es grande. Ahora contamos con tasas de interés que le pelean a la inflación y las expectativas devaluatorias se apaciguaron producto de la corrección cambiaria. Pero como comentamos en nuestros *Resúmenes* anteriores, una Lebac a 35 días con una tasa de interés del 31% sólo me protege de una devaluación del 3% en dicho plazo. Visto de otra forma, una suba del tipo de cambio de 40 centavos me quita toda la tasa.

Bienvenida la diversificación y el manejo activo de la cartera entre pesos y dólares. Pero como de ahora en más el tipo de cambio seguramente presentará mayores fluctuaciones, no dejaría de diversificar y todavía mantendría una buena porción de la cartera dolarizada. Las proporciones dependerán de cada caso, según las perspectivas y necesidades de cada inversor.

Ahora bien, ¿luego de la espectacular suba, la porción dolarizada conviene tenerla todavía en títulos soberanos argentinos? Como siempre, vayamos por parte.

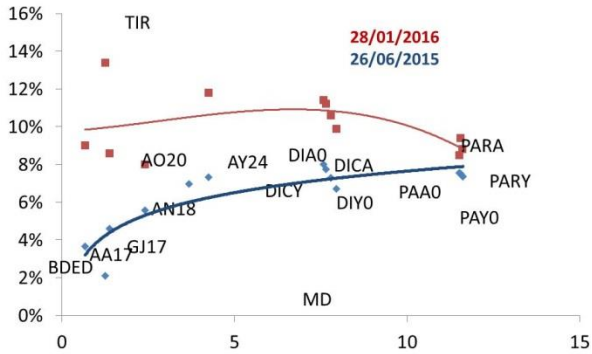
Niveles manejables de deuda

Nuestro país tiene una deuda pública en dólares baja en relación al PBI. Si neteamos los compromisos intrasector público (casi en su totalidad con el Banco Central producto del pago de deuda con reservas) el stock total ronda solamente el 24% del PBI. El dato oficial está más cerca del 12%, pero omite el cupón PBI y la deuda con los holdouts. Los intereses, contemplando también el potencial arreglo en Nueva York, alcanzan el 1,5% del PBI hasta el 2024 y a partir de entonces descienden sustancialmente.

Nuestros problemas de divisas actuales nada tienen que ver con el endeudamiento en moneda extranjera. Más aún, con el cambio de Gobierno, el mercado cuasi descuenta los pagos en el corto plazo y el foco de atención ahora está en cómo se reordenan los desequilibrios macroeconómicos. Con lo cual, si bien el rendimiento no es el mismo en relación a unos meses atrás, la incertidumbre en el pago también es menor. El mercado habla por sí sólo. Aún en este pésimo mes para las bolsas y activos de las economías emergentes, las paridades de nuestros bonos resistieron de gran forma.

Menores rendimientos pero todavía atractivos

Como se observa en el siguiente gráfico, los rendimientos bajaron varios escalones en relación a los máximos del año pasado. Sin embargo, continúan siendo muy altos para los parámetros internacionales. Chile y México acaban de emitir deuda en dólares a 10 años al 3,4% y 4,1%, respectivamente. Nuestros bonos rinden casi el doble que los mexicanos. Otro dato positivo es que en ambas emisiones nuestros hermanos latinoamericanos se dieron el gusto de desechar buena parte de las ofertas para no convalidar tasas más altas. Con lo cual, aún en este escenario volátil, hay mucho margen para financiarse en el mercado internacional.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Potenciales ganancias

Hasta ahora, comprábamos bonos por 3 motivos: el cupón, la protección cambiaria y la potencial suba de precios. Los dos primeros siguen vigentes. Para analizar la suba potencial, realizaremos un simple ejercicio. Como bien sabemos, el rendimiento de los títulos se mueve en forma inversa a los precios. Con lo cual, conjeturando diferentes rendimientos, podemos proyectar diferentes trayectorias de precios.

En el cuadro a continuación detallamos dos recorridos de precios en distintos escenarios. En el primero, el mercado nos pide dos puntos más de tasa debido a que el escenario internacional se complica severamente. En el segundo, convergemos a tasas intermedias entre las nuestras y el resto de los países latinoamericanos "ordenados", lo que implicaría una caída de un punto y medio de TIR.

	Escenario Malo	Escenario Bueno
	Aumentan 200 puntos las tasas	Caen 150 puntos las tasas
AA17	-2,8%	2,1%
AO20	-7,3%	5,7%
AY24	-8,0%	6,3%
DICA	-14,0%	12,1%
PARA	-19,8%	19,0%

Fuente: Elaboración propia.

Con la baja de las tasas del último tiempo el potencial de suba de precios en dólares en parte se está agotando, aunque todavía queda terreno para los bonos largos. Estos bonos exigen mayores fluctuaciones de precios para mover la tasa. Por eso son recomendables cuando se

espera un escenario positivo pero son los primeros a vender en caso contrario. En el último tiempo los bonos Discount y sobre todo los Par fueron los que mejor dinámica experimentaron.

Mi intuición es que vamos al segundo escenario, el positivo, con lo cual seguiría apostando a bonos largos. Lo único que bajaría es la ponderación de bonos PARA (nuestro preferido en el último tiempo) y aumentaría la de DICA, priorizando el mayor cupón de este último. En un potencial tercer escenario de estabilidad de precios, cobrar una renta corriente del 7,5% en dólares no está nada mal.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia