



Nuevo USD-link 2022

El Tesoro anunció que hará una mega-licitación el día de hoy que incluye la reapertura de 4 instrumentos (X04D0, S30D0, T2X1 y TB21) y la emisión de un nuevo bono dólar-link con vencimiento en 2022 (ver condiciones [aquí](#)). La emisión forma parte de un nuevo intento por tratar de descomprimir la brecha cambiaria, luego haber fracasado el de la semana pasada que incluyó disminución de parking, permiso a no residentes para operar y el anuncio de licitaciones a no residentes. Si bien el mínimo a emitir está fijado en casi ARS 140.000 M, se aclara que podría ser ampliable al máximo autorizado por la Resolución. Aunque aun no conocemos este número, estimamos que el Gobierno tomará el máximo que pueda al precio mínimo.

Para los instrumentos que se reabren, los precios mínimos que se fijaron en la licitación no resultan atractivos: están entre un 2% y un 3% más caros que los precios que se consiguen en el secundario, por lo cual no creemos que habrá demasiada demanda.

Por el contrario, la demanda del nuevo dólar-link 2022 (T2V2) estimamos que será significativa por varios motivos: (i) resulta una oportunidad atractiva en términos absolutos; (ii) estimamos que puede resultar incluso más atractivo que el T2V1; (iii) si bien no luce atractivo vs. sintéticos como una apuesta para esperar a la devaluación, sí puede ser aprovechada por individuos (que tributan ganancias por futuros) o por fondos con manejo activo que apuestan a venderlo antes del evento cambiario; (iv) en nuestro escenario base, el T2V2 es incluso más atractivo que las letras en pesos de corto plazo (LeDes); y (v) los FCIs dólar-link tienen demanda potencial por un ingreso récord de fondos al cierre de la semana pasada.

La licitación del T2V2 (cuyas condiciones podemos ver en la página siguiente) se realizará mediante la indicación de tasas (se emite con un precio a la par), siendo 0% la tasa mínima y 0,2% la tasa máxima. Por lo explicado anteriormente, creemos que saldrá en línea con la tasa mínima de 0%.

El principal atractivo del nuevo T2V2

El principal atractivo del nuevo dólar-link T2V2 es que se trata de un instrumento al cual se puede acceder a una tasa de 0% (precio a la par) pero que muy probablemente converja rápidamente a rendimientos negativos (precio sobre la par). Como primera referencia, tenemos el T2V1, que si bien también se emitió a una tasa de 0%, actualmente rinde -3,5%. Conceptualmente, el T2V2 debería rendir más porque, ante una hipotética devaluación discreta del tipo de cambio, los rendimientos de estos bonos se ampliarán y el T2V2 sufrirá más por ser más largo (tiene una duración más larga, ya que vence en abr-22 vs. nov-21 el T2V1). De todos modos, Como se ve en el Gráfico 1 de la pág. siguiente, si el T2V1 volviese a rendir -6,5% como hasta hace poco tiempo, entonces el T2V2 debería converger rápidamente a un rendimiento negativo.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Estratega de Renta Fija

Erik Schachter
Analista

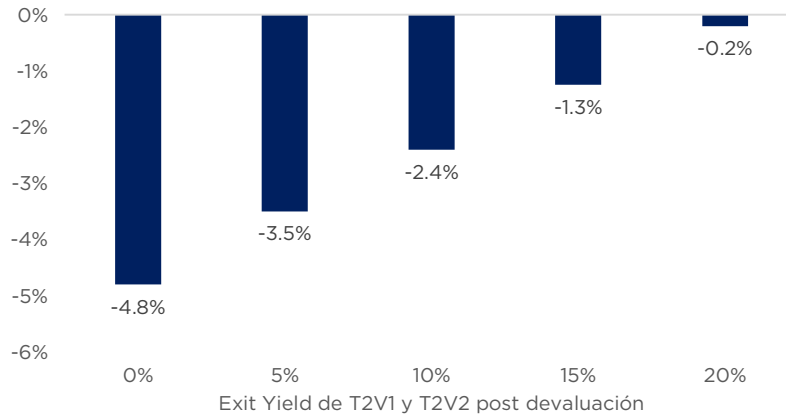
Federico Bruno
Analista

Tabla 1: Condiciones de emisión nuevo USD-link 2022 (T2V2)

BONO DEL TESORO NACIONAL VINCULADO AL DÓLAR con vencimiento 29 de abril de 2022 (Nuevo)			
Fecha de emisión	29 de octubre de 2020	Intereses	Devengará la tasa de interés que se determine en la licitación. Los intereses serán pagaderos los días 30 de abril de 2021, 29 de octubre de 2021 y 29 de abril de 2022, y serán calculados sobre la base de meses de treinta (30) días y un (1) año de trescientos sesenta (360) días (30/360). Cuando el vencimiento del cupón no fuere un día hábil, la fecha de pago será el día hábil inmediato posterior a la fecha de vencimiento original, devengándose intereses hasta la fecha de vencimiento original.
Fecha de vencimiento	29 de abril de 2022	Moneda de suscripción	Pesos al tipo de cambio de la Comunicación "A" 3500 del día previo al de la licitación.
Plazo	1 año y 6 meses	Precio de emisión	A la par.
Moneda emisión	Dólares Estadounidenses	Denominación mínima	VNO USD 1.
Moneda de pago	Pesos al tipo de cambio aplicable.	Negociación	MERCADO ABIERTO ELECTRÓNICO (MAE) y en bolsas y mercados de valores del país.
Tipo de cambio aplicable	Es el tipo de cambio de referencia publicado por el BCRA en función de la Comunicación "A" 3500 correspondiente al tercer día hábil previo a la fecha de pago.	Ley aplicable	Ley de la REPÚBLICA ARGENTINA.
Amortización	Íntegra al vencimiento al tipo de cambio aplicable.		

Gráfico 1: Condiciones de emisión nuevo USD-link 2022 (T2V2)

Rendimiento al que debería converger el T2V2 si el T2V1 converge a -6,5% y se descuenta una devaluación de 30% en enero



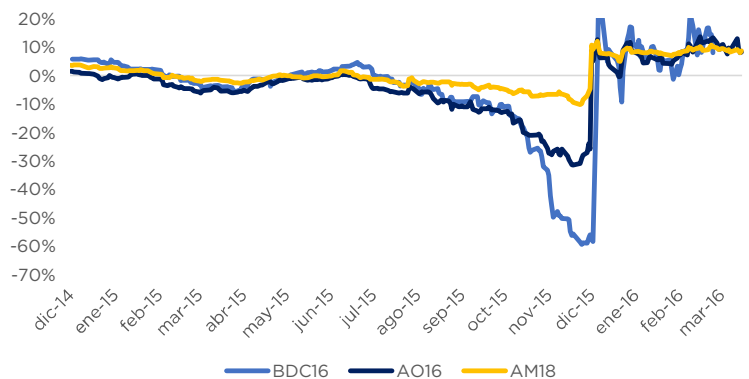
Teniendo en cuenta las últimas experiencias de bonos USD-link post-devaluación (2014 y 2015/1016), creemos que el escenario más factible es que el T2V1 y el T2V2 pasen a rendir +10%. Por eso, creemos que el T2V2 debería converger rápidamente a un rendimiento más cerca de -2,4% (gráfico 1). Este escenario que planteamos para las *exit yields* en línea con la experiencia de la devaluación de 2015 tras la unificación cambiaria, aunque luce un tanto optimista si lo comparamos con la devaluación de 2014, después de la cual los bonos USD-link pasaron a rendir +20% (ver gráficos 2 y 3 debajo). Sin embargo, creemos que hay varias razones para pensar que una exit yield de 20% luce exagerada: (i) una brecha cambiaria post-devaluación que seguirá siendo muy elevada (con una devaluación de 30% la brecha bajaría a 70%, aun asumiendo que el contado con liquidación se mantiene fijo); (ii) bonos en dólares que, post-ajuste cambiario, deberían pasar a rendir más cerca de 15% o incluso menos (lo cual represente de alguna manera un “techo”).

Gráficos 2 y 3: Rendimientos de bonos USD-link en 2015 y 2015/16

Rendimientos bonos USD-link: previo y posterior a unificación cambiaria



Rendimientos bonos USD-link: previo y posterior a unificación cambiaria



Fuente: Consultatio Investments

¿Qué es mejor T2V1 o T2V2?

El T2V2 no solo representa una oportunidad atractiva en términos absolutos, sino que también creemos que puede resultar una buena oportunidad respecto del T2V1. Por un lado, el carry del T2V2 resultará más favorable que el del T2V1: ambos ajustan por devaluación oficial, pero el T2V2 se puede comprar a valor par en la licitación, mientras que el T2V1 cotiza sobre la par en el mercado secundario (carry de 0% vs. -3,5% para el T2V2 y T2V1, respectivamente). Esta ventaja, sin embargo, se compensa con el hecho de que, luego de la devaluación, los rendimientos se amplían y el T2V2 sufriría más por ser un bono más largo (es decir, tener más duración). Como se puede ver en la tabla, ambos efectos prácticamente se compensan en su totalidad y, por lo tanto, lo último que termina importando es cuál es la *exit yield* de ambos bonos. Es interesante notar que a una *exit yield* de 10% (que, como vimos, parece la más razonable a nuestro entender), el T2V1 al -3,5% en secundario y el T2V2 al 0% en la licitación parecerían estar arbitrados. De todos modos, dado que creemos que es más probable que la *exit yield* sea menor a 10% (vs. que termine siendo mayor), entonces seguimos prefiriendo el T2V2 vs. el T2V1.

Tabla 2: Retorno relativo del T2V2 vs. T2V1

Retorno relativo de T2V2 vs. T2V1 (retorno directo en ARS)

		Exit Yield T2V1 y T2V2				
		0%	5%	10%	15%	20%
# meses previos al evento cambiario	1	4.2%	2.2%	0.2%	-1.8%	-3.8%
	2	4.2%	2.2%	0.1%	-1.9%	-3.9%
	3	4.2%	2.1%	0.1%	-1.9%	-4.0%
	4	4.2%	2.1%	0.1%	-2.0%	-4.0%
	5	4.2%	2.1%	0.0%	-2.0%	-4.1%

Supuestos:

El rendimiento de T2V1 es -3,5% y asumimos que T2V2 se licita a una tasa de 0%.

El evento cambiario es un salto de +30% y el crawling peg hasta ese momento es 2,8%/mes.

La *exit yield* del T2V1 y el T2V2 es la misma (la que indica la columna)

¿T2V2 o Sintéticos con CER cortos?

Dicho todo lo anterior, seguimos creyendo que, si se lo piensa como un instrumento para comprar y esperar la devaluación, los sintéticos con CER cortos siguen siendo una mejor opción que los bonos USD-link, incluido el flamante T2V2 al 0% en la licitación.

Esta conclusión es la misma que publicamos en nuestro informe del 6-oct titulado "[El regreso de los USD-link soberanos](#)" y, por ende, también lo son sus razones: dado que nuestro escenario base es una corrección cambiaria dentro de los próximos 5 meses, pagar el "costo de cobertura" de Rofex más que compensa la ganancia por la devaluación, mientras que en el caso de los USD-link, el "efecto ampliación de rendimientos" compensa parcialmente el "efecto devaluación". Cabe destacar que en los sintéticos, el "efecto ampliación de rendimientos" no existe (no hay tal cosa en los futuros y no vemos razones para que los bonos CER cortos amplíen rendimientos post-devaluación). La tabla 3 de la página siguiente lo deja en claro.

Dicho esto, para el caso de un individuo que tributa 35% de ganancias por los futuros (exentos institucionales y corporativos) o para aquellos que estén dispuestos a apostar a "tradear" el USD-link (es decir, a comprarlo, esperar que comprima su rendimiento y tratar de venderlo pre-devaluación), podría ser una buena opción el T2V2. Igualmente, creemos que es mucho más preferible que esta apuesta se haga vía fondos como el Consultatio Renta Fija o Consultatio Balance, dada la mayor diversificación del instrumento y precisión requerida en la ejecución de la operación.

Tabla 3: Comparación entre T2V2 y Sintético con CER corto

Retorno directo en ARS de bono USD-link T2V2						Sintetico ARS	Sintetico ARS (curva futuros)	Curva Futuros	
Exit Yield									
		0%	5%	10%	15%	20%			
# meses previos al evento cambiario	1	33%	25%	18%	10%	2%	31%	31%	56%
	2	36%	28%	21%	14%	7%	35%	32%	60%
	3	38%	32%	25%	18%	11%	38%	32%	65%
	4	41%	35%	29%	22%	16%	41%	31%	68%
	5	44%	38%	32%	26%	20%	44%	30%	73%

Supuestos del ejercicio

- 1) Evento cambiario asume devaluación discreta de 30%.
- 2) Inflación y devaluación mensual hasta evento cambiario son iguales en 2,8%.
- 3) YTM de T2V2 es 0,0% al inicio y sube al valor indicado en la tabla post-evento cambiario.
- 4) YTM de CER corto (instrumento del sintético) es de 5% no cambia con el evento cambiario.
- 5) Asumimos que no hay impuestos sobre ganancia de Rofex (para un institucional o corporativo, no individuo)
- 6) En columna "Sintéticos ARS" asumimos renovación en futuro a 1 mes.
- 7) En la columna "Sintético ARS (curva futuros)" asumimos que el sintético de hace con la curva de Rofex.

¿Qué es mejor T2V2 o LeDes?

Dado que nuestro escenario base para el tipo de cambio contempla una corrección en los próximos 5 meses, entonces tiene sentido comparar el flamante T2V2 contra las LeDes. **Si suponemos que dicha corrección cambiaria es del 30% y que la exit yield del T2V2 no es superior al 20% (ya fundamentamos por qué creemos que estará más cerca del 10% o incluso por debajo), entonces el atractivo del T2V2 por sobre las letras en pesos de corto plazo es clarísimo.**

Lo más interesante es que, aun asumiendo que la corrección cambiaria no se materializa en los próximos 5 meses, y que el rendimiento del T2V2 no comprime y se mantiene en 0% (es decir, un escenario muy pesimista para el USD-link), entonces el retorno del T2V2 no es demasiado inferior al de las LeDes (36% vs. 42% en TNA de 5 meses, para el T2V2 y la curva de LeDes, respectivamente).

Tabla 4: Comparación entre T2V2 y LeDes

Retorno anualizado en ARS (TNA) de bono USD-link T2V2: devaluación de 30%						LeDes Tasa Fija	
Exit Yield							
		0%	5%	10%	15%	20%	
# meses previos al evento cambiario	1	394%	303%	212%	121%	30%	40%
	2	214%	171%	128%	85%	42%	40%
	3	154%	127%	100%	73%	46%	40%
	4	124%	105%	86%	67%	48%	42%
	5	106%	91%	77%	63%	49%	n/a
No hay devaluación*		36%	36%	36%	36%	36%	n/a

Supuestos del ejercicio

- 1) Evento cambiario asume devaluación discreta de 50% y que el USD-link se vende post-evento
- 2) Inflación y devaluación mensual hasta evento cambiario son iguales en 2,8%.
- 3) YTM de T2V2 es 0,0% al inicio y sube al valor indicado en la tabla post-evento cambiario.
- 4) YTM de CER corto (instrumento del sintético) es de 5% no cambia con el evento cambiario.

* No hay salto discreto y el bono se mantiene hasta vencimiento. TNA de 5 meses.

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.