

10 de julio de 2018

Bono en pesos con seguro de cambio

En medio de la tormenta en el mercado de cambios durante el mes pasado, el Tesoro emitió U\$2.000 millones en un nuevo bono dual con seguro de cambios. Las necesidades financieras, pero sobre todo la intención de mostrar que todavía tiene las puertas abiertas del mercado de capitales, llevaron al Gobierno a emitir un novedoso instrumento. Esta emisión (en simultáneo con otro bono en pesos a dos años) fue hecha a medida de las entidades financieras, con la intención de sacar pesos del mercado.

La Secretaria de Finanzas acaba de anunciar las condiciones de emisión para un bono con similares características en el día de mañana. Dado que las tasas en pesos son muy altas, el bono dual le permite al Gobierno financiarse a tasas menores, brindando a cambio un seguro de cambios para los inversores. **Los interesados en participar en la licitación primaria, pueden dar aviso telefónicamente hasta el día de mañana (miércoles 11-07) antes de las 12.00hs (mediodía).**

A continuación tres breves apartados. En el primero figuran los principales puntos de las condiciones de emisión del bono dual que se licita mañana. En el segundo como fue el corte del bono dual que salió el mes pasado. En el tercer apartado como negocia este último bono en el mercado secundario para entender mejor el instrumento.

Licitación de mañana

El Ministerio de Hacienda anunció en la tarde de hoy las condiciones financieras y detalles de la licitación de BONOS DE LA NACIÓN ARGENTINA EN MONEDA DUAL, a ser licitados el miércoles 11 de julio. La suscripción podrá realizarse tanto en Pesos como en Dólares. El tipo de cambio para la suscripción será el correspondiente a la Comunicación "A" 3500 del día martes 10 de julio de 2018, que fue de \$27,5633.

El nuevo bono está nominado en dólares y será emitido al 13 de febrero de 2020. Es cupón cero, al final paga intereses y amortización que, como veremos, resultará del más alto entre dos flujos

según las condiciones de emisión. El título se emitirá a la par con un valor nominal de 1 dólar (100 VN = 100 U\$). A vencimiento, el bono pagará en pesos el máximo entre:

- el valor nominal emitido en dólares convertido a pesos al tipo de cambio inicial más los intereses capitalizados en pesos. Para su cálculo, el Valor Nominal denominado en Dólares Estadounidenses, será convertido a Pesos a \$27,5633, y devengará intereses a la tasa nominal mensual que se determine mediante licitación pública, que se capitalizarán mensualmente a partir de la Fecha de Emisión y hasta la Fecha de Vencimiento.
- el valor nominal en dólares más sus intereses entre la fecha de emisión y la fecha de vencimiento a una tasa del 4,50% nominal anual.

Bono dual licitado el mes pasado (A2J9)

Veamos brevemente el título licitado el mes pasado para ver cómo funciona. Está nominado en dólares, fue emitido a un año de plazo y también es cupón cero. El título se emitió a la par con un valor nominal de 1 dólar (100 VN = 100 U\$). A vencimiento, el bono pagará en pesos el máximo entre:

- el valor nominal emitido en dólares convertido a pesos al tipo de cambio inicial más los intereses capitalizados en pesos. Dada una tasa de corte de 2,40% mensual, que representa una TIR del 32,92%, el flujo cada 100 VN sería el siguiente:

fecha	Flujo a (\$)
21/06/2018	-2.788,00
21/07/2018	2.854,91
21/08/2018	2.923,43
21/09/2018	2.993,59
21/10/2018	3.065,44
21/11/2018	3.139,01
21/12/2018	3.214,35
21/01/2019	3.291,49
21/02/2019	3.370,49
21/03/2019	3.451,38
21/04/2019	3.534,21
21/05/2019	3.619,03
21/06/2019	3.705,89

TIR **32,9%**

(b) el valor nominal en dólares más sus intereses entre la fecha de emisión y la fecha de vencimiento a una tasa del 4,50%. El flujo en dólares desde el precio de paridad sería:

fecha	Flujo A (USD)
21/06/2018	-100
21/06/2019	104,5
TIR	4,50%

El título pagará el máximo flujo en pesos de las opciones a) y b) al tipo de cambio del 18-6-19, dado que paga según el BCRA3500 del tercer día hábil previo al vencimiento. Con lo cual, si el tipo de cambio en dicha fecha cotiza por debajo de \$35,46 (\$3.705/U\$104,5) el bono amortizará según la opción a), unos \$3.705 cada 100 VN. En cambio, si el tipo de cambio en dicha fecha cotiza por encima de \$35,46, el bono amortizará según la opción b), unos U\$104,5 cada 100 VN al tipo de cambio de esa fecha. Con lo cual, el bono garantiza un mínimo capital en dólares y al mismo tiempo permite colocarse en pesos al 32,9%.

El bono A2J9 en el mercado secundario

El bono dual (A2J9) operó hoy en \$2.880 y en U\$103 (A2J9D) cada 100 VN. Con lo cual, los rendimientos de las opciones a) y b) serían:

fecha	Flujo a (\$)	Flujo b (USD)
21/06/2018	-2.880,00	-103,0
21/07/2018	2.854,91	
21/08/2018	2.923,43	
21/09/2018	2.993,59	
21/10/2018	3.065,44	
21/11/2018	3.139,01	
21/12/2018	3.214,35	
21/01/2019	3.291,49	
21/02/2019	3.370,49	
21/03/2019	3.451,38	
21/04/2019	3.534,21	
21/05/2019	3.619,03	
21/06/2019	3.705,89	104,50
TIR	28,7%	1,46%

Por medio del A2J9 estaría colocando al 28.7% a un año con seguro de cambios, unos

15 puntos por debajo de un bono Baldar que a un plazo similar rinde cerca del 45%.

La tasa en pesos del nuevo bono dual se determinará mañana y se conocerá post licitación. La tasa en dólares asegurada es del 4,5% (TNA). El rendimiento en pesos naturalmente estará por debajo de la tasa en pesos de mercado para dicho plazo, debido al seguro de cambios que brinda el bono.

Ni mejor ni peor que la lebac. Una opción diferente, mucho más conservadora para aquellas carteras en dólares que quieren hacer "carry trade" pero adversas a asumir riesgo de cambio.

Cualquier inquietud a disposición,

juan@cucchiara.sba.com.ar
valentina@cucchiara.sba.com.ar