

## Consideraciones sobre el valor de los bonos Duales

Hacia fines de julio se logró estabilizar el mercado de deuda soberana en ARS. El proceso se consolidó con el canje del 9-Ago pasado de más de ARS 2 billones de vencimientos entre fines de ese mes y octubre, los que se postergaron a junio-septiembre de 2023. En esa coyuntura, y a un costo para el emisor, la oferta de bonos Duales contribuyó a despejar dudas sobre el refinanciamiento, junto con la suba de las tasas de interés en ARS, en conjunto con el anuncio de decisiones de mayor austeridad en el gasto público y el compromiso de no financiar monetariamente el déficit fiscal.

El cambio incidió favorablemente sobre las expectativas, las que se tradujeron en la caída de los tipos de cambio libres. La instrumentación del tipo de cambio “sojero” durante septiembre (ARS/USD 200) y los anuncios recientes sobre desembolsos del BID y el Banco Mundial ayudan a descomprimir las presiones sobre el tipo de cambio oficial.

En este marco analizamos las curvas de rendimiento de instrumentos de deuda soberana en ARS, CER, USDL (“dólar linked”) y DUAL considerando un horizonte de inversión a fines de junio del año que viene, coincidiendo con el vencimiento del bono dual más próximo (TD23). El objetivo es evaluar el costo de la opcionalidad que ofrece el bono Dual.

### La curva de rendimientos CER, USDL y DUAL

El rendimiento de los tres instrumentos (ajustable por CER, USDL y DUAL) es negativo en el tramo corto de la curva, entre -18% y -5% para el plazo inferior al 1 año.

En la comparación con los CER “puros”, los bonos Duales tienen rendimientos 650 pbs más bajos. Algo similar ocurre en el caso de la deuda USDL: los Duales rindiendo 310 pbs menos que los USDL “puros”.

Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

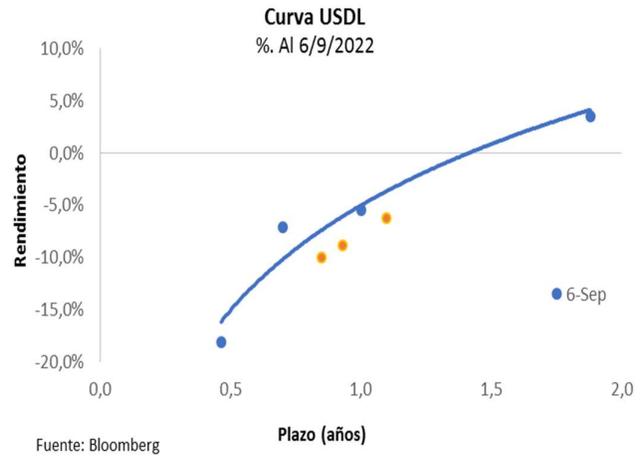
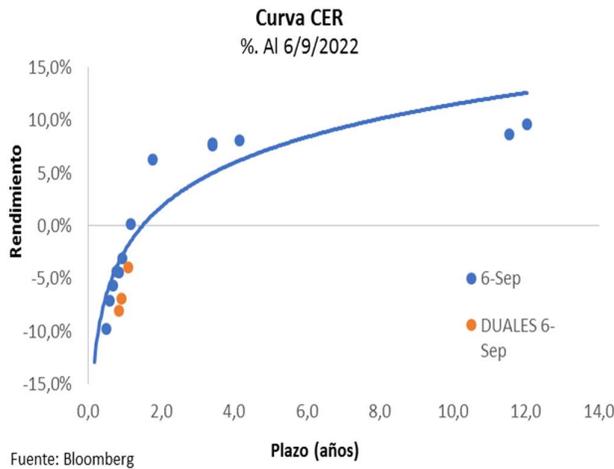
Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer  
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL



**Rendimientos y tasas implícitas a fines de junio de 2023**

Con foco en el Dual de junio 2023 (TDJ23) analizamos las tasas de rendimiento de cada uno de los instrumentos a esa fecha.

**Rendimientos deuda soberana en ARS al 30/6/2023**

%. Por moneda. Al 7/9/2022

Moneda	Rendimiento anual
ARS	95,5%
CER	-1,2%
CER - Dual	-7,7%
USDL	-6,6%
USDL - Dual	-9,7%

Fuente: Bloomberg

El rendimiento nominal anual del instrumento en ARS es 95,5%, el CER es -1,2% real y el USDL -6,6% más la devaluación según la comunicación A3500 del BCRA (“devaluación del oficial”). El Dual aparece rindiendo bastante menos que los CER y USDL mencionados; -7,7% si termina pagando ajustado por inflación y -9,7% si pagase ajustado según la devaluación del oficial. El costo implícito promedio de la opcionalidad es 480 pbs (650 pbs por CER o 310 pbs por USDL).

De esta información derivamos las tasas anualizadas y mensuales promedio de devaluación e inflación implícitas. La anualizada de inflación está en el orden de 98% -un promedio mensual de 5,9% para los próximos 10 meses-. La tasa de devaluación del oficial es superior, 109% anualizada -un

## MONITOR SEMANAL

promedio mensual de 6,3%, similar a la implícita en ROFEX-

**Tasas implícitas al 30/6/2023**

% TNM y TEA. Al 7/9/2022

Implícita	TEA	TNM	Tasa directa
<b>Inflación</b>			
ARS/CER	97,9%	5,9%	76,6%
ARS/DUAL	111,7%	6,5%	86,8%
<b>Devaluación</b>			
ARS/USDL	109,2%	6,3%	85,0%
ARS/DUAL	116,5%	6,6%	90,3%
ROFEX	107,9%	6,3%	84,0%

Fuente: Bloomberg y cálculos propios

A los precios actuales de mercado se está descontando una depreciación real del tipo de cambio oficial para fines de junio del año que viene; la devaluación del tipo de cambio oficial superará en 8,4 pps a la tasa de inflación (85% y 76,6%, respectivamente).

Si se tuviese la expectativa de una depreciación superior, los instrumentos USDL serían preferibles a los ajustables por CER. Los Duales también perderían atractivo. Sin embargo, pagar los 480 pbs de costo de la opcionalidad de los bonos podría tener sentido ya que se podría dar el caso en que no resulten convalidadas las expectativas reflejadas en los precios. Además, el Decreto 576/2022 que instrumentó el USD “soja” aclaró puntualmente que,

*“Esta condición extraordinaria y transitoria de liquidación de divisas no afectará la metodología por la cual se calcula el tipo de cambio de referencia de la Comunicación “A” 3500 del BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA”.*

Si esta condición de exclusión de partidas en la determinación del tipo de cambio de la Comunicación A3500, utilizado para determinar el ajuste de los instrumentos USDL –incluyendo USD futuro en ROFEX-, se extendiese, existiría un riesgo en la determinación del ajuste relativo de los instrumentos USDL. En ese caso, la dualidad de los bonos CER-USDL daría una protección a distintos tipos de movimientos.