

Para el mediano plazo en pesos el AL30 luce mejor que las LECAPS

El gobierno ha venido impulsando el traspaso de posiciones de los bancos en el BCRA a títulos de corto plazo del Tesoro (Lecaps).

Para inducir ese proceso ha venido bajando las tasas del BCRA fuertemente y, como hay un exceso de pesos en el sistema, ha ido trasladando esa baja de tasas a las colocaciones de deuda en pesos por la demanda cautiva que sigue existiendo producto de las distintas restricciones que siguen vigentes con el cepo.

En este marco creemos que un inversor pensando en un horizonte a fin de 2024 debería comparar los rendimientos directos entre una Lecap y un bono soberano en dólares comprado contra pesos.

Para esa comparación lo primero que deben definirse son escenarios de valores de rendimientos esperados del bono en USD y escenarios para el dólar MEP o CCL al mismo plazo. De tal forma se obtendrá un **precio en pesos esperado para fin de 2024**. En nuestro ejercicio usamos el AL30 como bono comparable por legislación y por liquidez.

Actualmente el AL30 cotiza en dólares en torno a los USD 57; en pesos a \$68.500 con un rendimiento (TIR) del orden del 23%. También hay que considerar que en breve el bono pagará un cupón de interés y de capital por USD 4,375 (cada 100 nominales).

Para saber qué valores podríamos obtener con el AL30 en pesos a fin de 2024 planteamos diversos escenarios de TIR (de 10% a 25% más un escenario de crisis al que damos bajas probabilidades subjetivas al día de hoy) y varios escenarios de dólar para fin de año, desde los \$1.200 actuales a \$2.000. Estos escenarios, sumados al cupón cobrado en julio (asumiendo que no se reinvertiera y quedara como liquidez del inversor), nos permiten definir precios objetivos a fin de 2024.

Esa matriz de precios en pesos esperada según la sensibilidad de precios a la TIR y al tipo de cambio la mostramos en el cuadro de la página siguiente.

AL30 (VALORES EN PESOS) - SENSIBILIDAD A LA TIR Y AL TIPO DE CAMBIO AL
31/12/2024

AR\$/ USD \ TIR	TIR				CRISIS (PARIDAD 25 + CUPÓN)
	10%	15%	20%	25%	
1.200	97.200	87.600	79.200	73.200	36.000
1.300	105.300	94.900	85.800	79.300	39.000
1.400	113.400	102.200	92.400	85.400	42.000
1.500	121.500	109.500	99.000	91.500	45.000
1.600	129.600	116.800	105.600	97.600	48.000
1.700	137.700	124.100	112.200	103.700	51.000
1.800	145.800	131.400	118.800	109.800	54.000
1.900	153.900	138.700	125.400	115.900	57.000
2.000	162.000	146.000	132.000	122.000	60.000

Respecto al precio actual del AL30, la tabla de precios anterior arroja las siguientes variaciones según la TIR y el tipo de cambio esperados a fin de 2024:

AL30 (VARIACIONES EN PESOS) - SENSIBILIDAD A LA TIR Y AL TIPO DE CAMBIO
AL 31/12/2024

AR\$/ USD \ TIR	TIR				CRISIS (PARIDAD 25 + CUPÓN)
	10%	15%	20%	25%	
1.200	42%	28%	16%	7%	-47%
1.300	54%	39%	25%	16%	-43%
1.400	66%	49%	35%	25%	-39%
1.500	77%	60%	45%	34%	-34%
1.600	89%	71%	54%	42%	-30%
1.700	101%	81%	64%	51%	-26%
1.800	113%	92%	73%	60%	-21%
1.900	125%	102%	83%	69%	-17%
2.000	136%	113%	93%	78%	-12%

Las probabilidades subjetivas que damos a cada escenario de la tabla de sensibilidad del precio a la TIR y al tipo de cambio se muestran en el siguiente cuadro:

PROBABILIDAD ESCENARIOS DE TIR Y CCL

AR\$/ USD	TIR				CRISIS
	10%	15%	20%	25%	(PARIDAD 25 +)
1.200	5,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1.300	4,0%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1.400	3,0%	6,0%	3,0%	0,0%	0,0%
1.500	2,0%	8,0%	5,0%	0,0%	0,0%
1.600	1,0%	10,0%	9,0%	0,0%	0,0%
1.700	0,0%	6,0%	6,0%	1,0%	0,0%
1.800	0,0%	3,0%	4,0%	2,0%	0,0%
1.900	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	2,0%
2.000	0,0%	0,0%	1,0%	4,0%	3,0%

Como se observa, las mayores probabilidades subjetivas para fin de 2024 (nuestro view actual) se las asignamos a una TIR fluctuando entre 15% y 20% con dólar MEP/CCL entre \$1.500 y \$1.600.

Esto implicaría mejoras de precios en pesos de entre el 45% y el 70%. La mejora esperada ponderando todos los escenarios de precios según TIR y tipo de cambio arroja una variación del orden del 58% en 7 meses incluyendo el cupón cobrado y no reinvertido en julio (escenario a fin de 2024).

Una vez obtenidas estas variaciones esperadas para el AL30, nos queda comparar el rendimiento directo de una LECAP hasta fin de 2024. Los rendimientos actuales de las LECAP de fin de agosto, fin de octubre, fin de noviembre y fin de enero nos puede proporcionar una aproximación al rendimiento esperado. Esas LECAP nos indican una T.E.M del 3,6% que capitalizadas 7 meses arrojarían un rendimiento directo del 28%, **menos de la mitad** que la mejora ponderando escenarios de un AL30.

Para poder tener una mejor visión de lo más ventajoso en pesos que luce el AL30 sobre la LECAP, mostramos a continuación una tabla con el diferencial entre la variación esperada del precio del AL30 por encima (o debajo) de la LECAP dependiendo del escenario de TIR y tipo de cambio que se use.

AL30 (VARIACIONES EN PESOS) VERSUS TASAS LECAPS ACTUALES -
VARIACIONES ESPERADA EN BASE A TIR Y TIPO DE CAMBIO AL 31/12/2024

AR\$/ USD	TIR				CRISIS
	10%	15%	20%	25%	(PARIDAD 25 + CUPÓN)
1.200	11%	0%	-10%	-17%	-59%
1.300	20%	8%	-2%	-10%	-56%
1.400	29%	16%	5%	-3%	-52%
1.500	38%	25%	13%	4%	-49%
1.600	48%	33%	20%	11%	-45%
1.700	57%	41%	28%	18%	-42%
1.800	66%	50%	35%	25%	-38%
1.900	75%	58%	43%	32%	-35%
2.000	85%	66%	50%	39%	-32%

Como se puede observar, **sólo en el caso de crisis la LECAP protege mejor al inversor que un AL30** y en un escenario sin crisis sólo si la TIR se mantiene alta (similar a los valores actuales) con tipo de cambio casi sin subas.

Este último escenario (sin baja de TIR y dólar quieto) parecería muy poco probable dado que si no bajara la TIR la demanda del tipo de cambio se mantendría firme y por lo tanto es más probable MEP/CCL más alto.

En base a este análisis y consideraciones es que vemos mejor perfil riesgo retorno en bonos en USD comprados contra pesos versus las LECAPS que está colocando el gobierno a tasas cada vez más bajas.

En línea con este análisis, el gobierno actúa del mismo modo cuando se endeuda en pesos a tasas bajas vía LECAPs y con el excedente recompra BONARES en poder del BCRA.

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente responsable de su inversión.

Aurum Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

viernes, 31 de mayo de 2024



consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.

Aurum Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60