

27 de junio 2023



Trade Idea

Dos sintéticos con rendimientos atractivos: T2V3 y TV24

Resumen

1. Creemos que existen dos buenas alternativas en el armado de sintéticos vía TV24 y T2V3.
2. Vemos una buena oportunidad de obtener aproximadamente un 10,24% directo al 31/07/2023 vía compra del T2V3 y venta de dólar futuro julio (Rofex).
3. Para aquellos inversores con mayor tolerancia al riesgo, una alternativa de mayor rendimiento (y volatilidad) es el sintético septiembre, a través de la compra del TV24 y venta de dólar futuro septiembre (Rofex) que actualmente ofrece un rendimiento directo de 32,92% y, eventualmente se podría ir rolleando la posición del futuro.
4. Para el sintético T2V3, el rendimiento directo que se obtendría durante el mismo periodo con la Lede julio es de 6,2%. Mientras que, con el sintético TV24, si se toma el TO23 para el mismo periodo de vencimiento en septiembre, el rendimiento directo es de 25,5%.
5. Uno de los riesgos que se debe tener en cuenta es el “mark-to-market” del futuro de dólar (ver explicación debajo)

Trade

Al comparar el mercado de futuros de dólar con bonos del tesoro ajustados por tipo de cambio oficial (Dólar Linked) podemos observar cierto desarbitraje, principalmente explicado por el riesgo crediticio de los últimos. Este riesgo inclina al mercado a optar por coberturas entre privados frente a saltos del FX oficial, evitando así el mayor riesgo percibido al utilizar instrumentos del Tesoro Nacional.

Es en estas situaciones donde se pueden encontrar oportunidades muy atractivas que a plazos cortos implican un incremento del riesgo marginal. Es decir, la relación riesgo retorno se vuelca ampliamente a favor del retorno, incrementando levemente el riesgo.

El riesgo que se debe tener en cuenta es el “mark-to-market” generado por el contrato de futuro: al final del día se debe cobrar o pagar la diferencia entre el precio de compra o venta del contrato y su precio de cierre. Si uno vende el contrato y este sube, el inversor deberá hacer frente a esa diferencia ya sea con capital propio o tomando caución. Es por esto, que es imposible estimar de antemano y con una precisión exacta el rendimiento final de la operación; ya que no se sabe cómo será la evolución del precio del contrato vendido.

Teniendo en cuenta esto, la primera alternativa propuesta es el sintético **julio 23** -cuya operación consiste en comprar el bono del Tesoro que ajusta al ritmo de devaluación con vencimiento en 31/07/23 (T2V3) a la vez que se vende un contrato de futuro de dólar con el mismo plazo en Rofex- que actualmente ofrece un rendimiento directo de 10,24%. En primer lugar, esta primera opción tiene un menor riesgo asociado dado que los plazos de los dos instrumentos se encuentran “calzados”. Adicionalmente, dada la proximidad al vencimiento de los instrumentos, el riesgo de un incremento en las expectativas devaluatorias que genere un aumento en el precio del futuro julio -lo cual obligaría a integrar dinero para cubrir la diferencia con el precio al que se vendió el contrato de futuro- se encuentran muy limitadas en nuestra opinión, ya que los incentivos a devaluar por parte del gobierno frente a una elección son prácticamente nulas, a la vez que según trascendió no habría recambios en las autoridades económicas hasta las elecciones primarias de mediados de agosto, lo que reduciría las presiones cambiarias. Es decir, este trade de corta duration reduce el riesgo significativamente, a la vez que le asignamos una probabilidad muy baja al escenario de un incumplimiento de la deuda puesto que luego del canje, los vencimientos en pesos son muy manejables para las autoridades económicas hasta el recambio de gobierno.

Otra alternativa es el sintético a través de la compra del bono TV24, el cual ajusta por tipo de cambio oficial al 25/04/24, junto con la venta del contrato de dólar futuro vía Rofex con vencimiento **septiembre 2023**. De esta manera se obtendría un rendimiento directo del 32,92% (9,72% TEM). Si bien esta alternativa brinda un rendimiento mayor al ofrecido por el sintético a julio, consta de un riesgo adicional, ya que implicaría atravesar el periodo post elecciones PASO, lo que podría disparar una eventual expectativa de devaluación mayor en el mercado de futuros que obligue a integrar la garantía exigida por Rofex debido a la diferencia de precio con el contrato vendido a futuro. Por otra parte, también implicaría el rollover del contrato una vez vencido en septiembre a través de contratos de dólar futuro que brinden un rendimiento

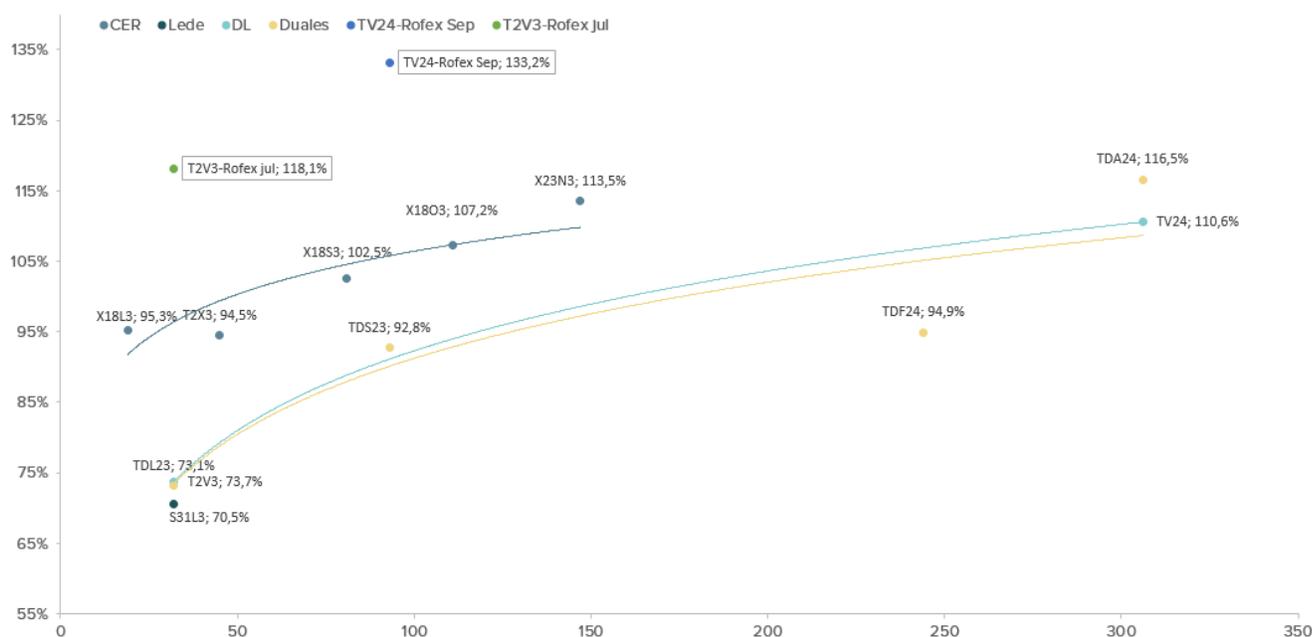
atractivo similar, si se quiere continuar el trade hasta abril de 2024, o bien, realizar la venta del bono TV24 al vencimiento del futuro en septiembre con el fin de cerrar la operación.

Actualmente, el precio del T2V3 es de \$ 257 a la vez que la posición “jul-23” de dólar futuro se negocia a \$ 283,65, **lo que brinda un rendimiento bruto directo de 10,24% (en torno a 4% por encima del retorno directo de la lede julio).**

En relación a la segunda alternativa, el precio del TV24 es de \$269,9 mientras que la posición “sep-23” de dólar futuro opera en \$358,75. **Esto implica un rendimiento bruto en el trade de 32,9% (alrededor de un 7% más que lo ofrecido por la el TO23 hasta el 30/09/2023), equivalente a una tasa efectiva mensual de 9,72%.**

| Días al vto. | Vencimiento | Precios Futuros | Rend. directo T2V3 | Rend. directo TV24 | TEM T2V3 | TEM TV24 | TNA T2V3 | TNA TV24 |
|--------------|-------------|-----------------|--------------------|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| 32,00 | 31/7/2023 | \$ 283,65 | 10,24% | 5,09% | 9,57% | 4,77% | 116,8% | 58,1% |
| 63,00 | 31/8/2023 | \$ 322,60 | | 19,53% | | 8,86% | | 113,1% |
| 92,00 | 29/9/2023 | \$ 358,75 | | 32,92% | | 9,72% | | 130,6% |

Curva Pesos (TNA)



Fuente: IEB en Base a BYMA.

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre IEB (1414) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500 <https://invertirenbolsa.com.ar>

RESEARCH

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

TRADING DESK

NICOLÁS CAPPELLA

Sales Trader

ncappella@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

FEDERICO BROGGI

Sales Trader

fbroggi@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

fherrera@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. 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 de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.