

18 de marzo de 2016

Cobertura con Futuros

Los bonos en pesos, Lebac's incluidas, están ganando interés entre los inversores. Ya efectuada la fuerte corrección cambiaria, dejado atrás el cepo y con tasas en pesos más atractivas, la disyuntiva entre peso vs dólar se está tornado nuevamente interesante. Mientras la depreciación esperada supere la diferencia entre la tasa en pesos y la tasa en dólares, el inversor se volcará al título en moneda extranjera (o a su hermano cercano el dólar link). Cuando la depreciación esperada sea menor a dicho diferencial de tasas, convendrá apostar al instrumento en moneda doméstica. Si no tiene la bola de cristal para el nuevo régimen cambiario bajo el cual el tipo de cambio fluctuará, diversificar no está para nada mal.

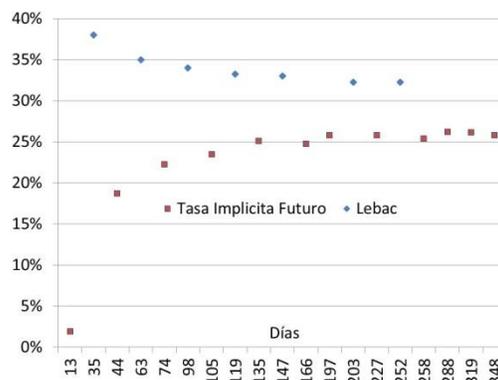
Ahora bien, hay una tercera alternativa, bastante popularizada estos días. El mercado de futuros me permite dolarizar una inversión en pesos o pesificar una inversión en dólares. Adquiriendo una Lebac más la compra de un contrato de futuro de moneda dolarizo una tasa en pesos, lo que debería compararlo con las tasas de los instrumentos en dólares. Comprando un título en dólares (o link) más la venta de un futuro de moneda pesifico una tasa en dólares, lo que debería compararlo con las tasas de los instrumentos en pesos.

Estos son los precios de los futuros -al cierre del 16-03- y su correspondiente tasa implícita. Esta tasa no es otra cosa que el costo de la cobertura cambiaria, o la diferencia entre el precio del futuro y el precio de contado expresado en términos nominales anuales (TNA).

POSICION	AJUSTE 16-03	Tasa Implícita TNA
DLR032016	14,66	1,92%
DLR042016	14,98	18,69%
DLR052016	15,311	22,25%
DLR062016	15,64	23,49%
DLR072016	16,01	25,10%
DLR082016	16,3	24,76%
DLR092016	16,69	25,80%
DLR102016	17	25,79%
DLR112016	17,28	25,40%
DLR122016	17,68	26,21%
DLR012017	18	26,16%
DLR022017	18,25	25,77%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de ROFEX.

Por ejemplo si comparamos la tasa del futuro con el rendimiento de una Lebac, vemos si conviene realmente comprar el instrumento en pesos y cerrar cambios en el mismo momento en el mercado de futuros para fijar una tasa en dólares.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ROFEX y el BCRA.

Ejemplo (con los datos al miércoles 16-3)

Supongamos que compramos 1.000.000 valores nominales de una Lebac a 252 días. Esto nos representa una inversión de \$817.890 (el equivalente a U\$55.828 a un tipo de cambio de \$/U\$14,65) para cobrar al vencimiento el capital. Recordemos que las letras del BCRA son cupón cero con lo cual se compran a descuento. Dicha operación tiene una tasa efectiva del 22,2% o un retorno anual del 32,25%. Ahora bien, si quiero dolarizar la inversión podría cubrirme comprando 58 contratos a noviembre (mismo plazo) a un precio de \$/U\$17,24 o lo que es lo mismo a una tasa del 25% anual. Los 58 contratos (cada uno representa U\$1.000) surgen de cubrir \$1.000.000 a \$/U\$17,24.

Si al vencimiento de la operación el dólar está a \$/U\$19, el contrato de futuros me liquidará a favor \$102.000 $[(19-17,24)*58.000]$. Con lo cual, cuando vaya al mercado a comprar los dólares voy a poder comprar U\$58.000 $[(\$1.000.000+\$102.000)/\$/U\$19]$. Con lo cual el rendimiento de la operación es del 5,6% anual en dólares.

En el caso contrario, si al vencimiento de la operación el dólar está a \$/U\$16, el contrato de futuros me obligará a pagar \$72.000 $[(16-17,24)*58.000]$. Con lo cual cuando vaya al mercado a comprar los dólares voy a poder

comprar U\$58.000 $[(\$1.000.000 - \$72.000) / \$ / U\$16]$.
Fije la ganancia vía la cobertura. En definitiva estaría cerrando una tasa cercana al 6% anual en dólares, no muy diferente al AA17 e incluso por debajo del rendimiento de los títulos del Estado dólar link.

En el ejercicio simplificamos y no incluimos costos de transacción, diferenciales de plazos ni spreads de compra/venta. Los precios son cambiantes a diario, con lo cual hay que hacer siempre las cuentas. Además, en los vencimientos cortos el efecto de unos centavitos en la diferencia de precios del dólar contado y del futuro tiene un impacto importante en la tasa. Con lo cual, los resultados de la estrategia son muy variables según los precios operados.

Con este ejercicio queremos remarcar una cuestión. “La maravillosa bicicleta financiera” que leemos continuamente en los diarios no es cosa frecuente, el mercado está bastante arbitrado, más todavía al considerar los costos de transacción. Sin embargo, esto no quiere decir que no se presenten oportunidades de arbitraje, todo lo contrario. Gracias a la salida del cepo el arbitraje entre bonos en pesos, bonos en dólares, dólar links y futuros se ha vuelto más que interesante, el manejo activo de la cartera se hace cada vez más importante. Pero nadie regala nada.