

Fondos Dólar-Linked: actualidad y perspectiva para 2020

Resurgimiento de FCl Dólar-Linked

Los denominados fondos Dólar-Linked son fondos que invierten principalmente en activos de renta fija que siguen la evolución del tipo de cambio oficial (activos dólar-linked) y/o en activos en pesos cubiertos con futuros (sintéticos). Básicamente, estos instrumentos se suscriben y se pagan en pesos, con una tasa de referencia correspondiente a la devaluación del dólar oficial más un margen que se licita, vinculado a la duration y calidad crediticia del emisor. Asimismo, algunos Fondos invierten en activos denominados en dólares (hard dólar) aunque, por normativa, actualmente se encuentran limitados al 25% dado que las suscripciones son en pesos.

Estos fondos registraron un fuerte crecimiento patrimonial el presente año. En particular, en los meses de julio y agosto, el patrimonio neto de estos Fondos creció en promedio un 55% mensual (vs 11% para el total de la industria) y reunían un patrimonio cercano a los \$130 mil millones a fines de agosto de 2020 (cerca del 8% del patrimonio total del mercado de fondos de Argentina). Cabe mencionar que en septiembre se observó una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los Fondos Dólar-Linked, debido principalmente a la idea establecida de un posible desdoblamiento. En la medida que eso no ocurra y que las reservas sean más escasas, este tipo de fondos tendrán atractivo de inversión o cobertura.

Si bien parte de estos Fondos iniciaron operaciones entre mediados de 2011 y 2015 – período en el que este tipo de inversión tuvo gran protagonismo –, muchos otros son fondos nuevos o que han sido reconvertidos, principalmente por cambios normativos que impactaron en su estrategia anterior.

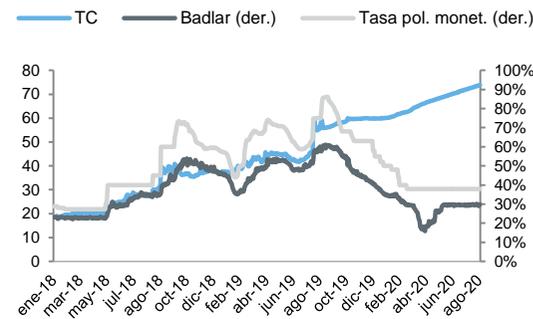
Contexto actual

El impulso de los Fondos Dólar-Linked responde principalmente a la devaluación esperada, mayor a las tasas de interés (Badlar Bancos Privados), en un mercado de cambios en desequilibrio, con “CEPO”, caída de reservas netas y amplias brechas entre el dólar oficial y los dólares MEP y CCL (aun operando con significativas restricciones) y el “Blue”. Si bien el tipo de cambio real multilateral se ubica en promedios históricos, el mismo no captura la aceleración de la inflación esperada por el alto déficit y los niveles de emisión para financiar el mismo, el bajo nivel de reservas líquidas y la relación tasas internas vs. expectativas inflacionarias y devaluatorias. Tampoco se observa un sendero claro de convergencia fiscal.

FIX destaca que estos Fondos siguen la tendencia del tipo de cambio, no son un seguro de cambio y, por lo tanto, no brindan una cobertura perfecta. De suceder una devaluación a través de un salto discreto en general no la capturan en su totalidad, con un mejor performance para aquellos con una menor duration. Sin embargo, el rendimiento esperado, en el caso que se espere un salto discreto significativo del tipo de cambio en un horizonte de corto plazo, es atractivo y superior a otras alternativas en pesos y si bien una vez producido el salto, tienden a caer, sigue siendo un instrumento adecuado de cobertura futura. Ante el exceso de pesos, los inversores se encuentran prefiriendo estos Fondos a los de tasa para igual duration (se esperan tasas reales negativas ante la mayor inflación) y los fondos CER. En este último caso, el desempeño relativo vs. los Dólar-Linked dependería del momento y magnitud de la eventual devaluación pero, además, inciden las pocas emisiones del sector privado ajustadas por inflación y el historial negativo por la intervención del CER y recientemente del UVA.

Evolución Principales Variables

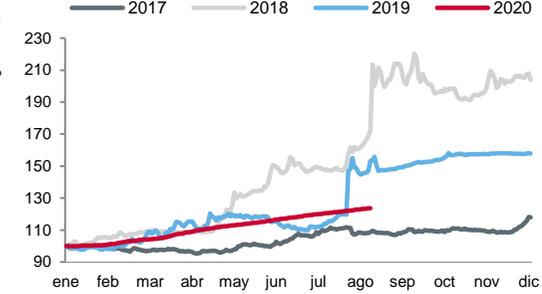
En % (tasas) y \$/USD (TC)



Fuente: FIX en base a BCRA.

Tasa de Depreciación Dólar Oficial

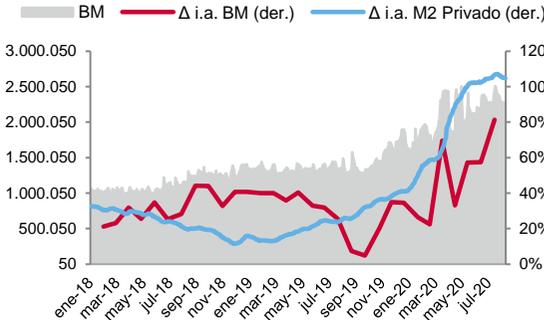
Base 100 Enero



Fuente: FIX en base a BCRA.

Comportamiento Base Monetaria

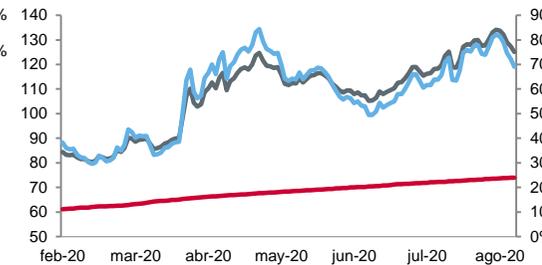
En millones de pesos



Fuente: FIX en base a BCRA.

Evolución Dólar Oficial vs. Dólar CCL

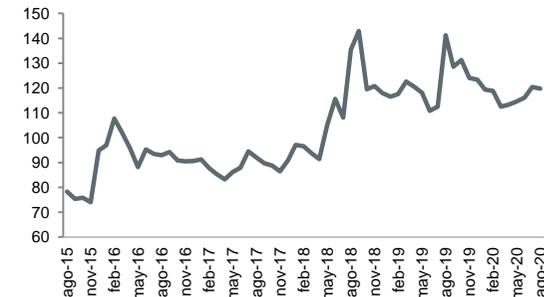
Dólar Oficial, Dólar CCL, Brecha (der.)



Fuente: FIX en base a datos del mercado.

Evolución Índice TC Real Multilateral

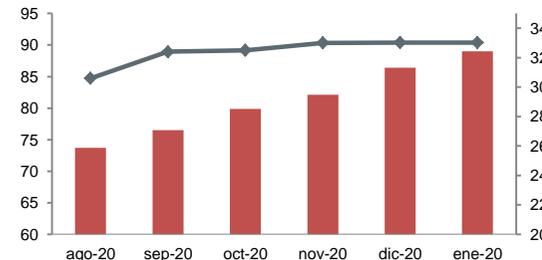
Base 100 17/12/2015



Fuente: FIX en base a BCRA.

Expectativas de Mercado

Mediana TC (\$/USD), Mediana TNA (der.)



Fuente: FIX en base a REM - BCRA.

Emisiones dólar-linked

La mayor parte de los instrumentos que cuentan con cláusula de ajuste al dólar oficial tienen como referencia la comunicación "A" 3500 del Banco Central de la República Argentina (mayorista). Actualmente, los instrumentos dólar-linked que predominan en el mercado son las obligaciones negociables emitidas por empresas. En general, se trata de emisores que anteriormente emitían deuda en dólares y cuyos ingresos están dolarizados o atados a activos vinculados al dólar, de manera que puedan calzar su pasivo contra sus ingresos. En este sentido, cabe mencionar que muchas de estas compañías se desempeñan en el sector energético y agropecuario.

Este tipo de emisiones buscan otorgar cobertura cambiaria contra la devaluación del dólar oficial. Al ser pagaderas en pesos, no requieren acceso al MULC y, por lo tanto, disminuye el requerimiento futuro de dólares para pagar deuda financiera en un contexto de caída de las reservas internacionales del BCRA. En promedio, cerca del 20% de las carteras de los Fondos Dólar-Linked están compuestas por este tipo de instrumento.

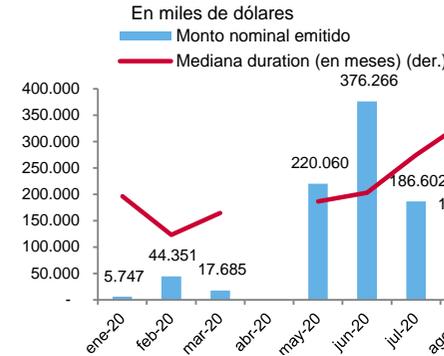
Desde may'20, se realizaron más de 25 emisiones de obligaciones negociables dólar-linked que suman un total aproximado de US\$1.000 millones, a una tasa fija promedio cercana al 2% nominal anual y con plazos de vencimiento que se ubican entre 1 y 4 años. En los últimos meses se observa una compresión del spread de tasas de las emisiones. Estas han ido cayendo e incluso, la mayoría de las últimas emisiones de buena calidad crediticia, han sido colocadas a tasa 0% alargando duration hasta plazos de tres e incluso cuatro años. Además, las tasas son significativamente inferiores a aquellas de las emisiones hard dólar realizadas por los mismos emisores en feb'20 y mar'20 (tasa promedio de 7,9%), implicando una fuerte reducción en los intereses a pagar para estas compañías.

En los últimos meses se observó un fuerte exceso de demanda de emisiones dólar-linked, aunque esto varía de acuerdo a la calidad crediticia del emisor en cuestión. Sin embargo, un salto discreto significativo del tipo de cambio con "overshooting" y/o con un incremento de tasas que implique que la devaluación esperada sea inferior a las tasas en pesos, llevaría a una fuerte retracción en la demanda de estos instrumentos, haciéndolos aún menos líquidos y pudiendo implicar fuertes rescates en un corto plazo para estos Fondos. De igual forma, de producirse un desdoblamiento cambiario, los Fondos Dólar-Linked seguirán al dólar comercial (más bajo) y no al dólar financiero (más alto), por lo que también perderían interés por parte de los inversores. En este caso, los instrumentos de mayor duration tendrían más valor ya que se esperaría que en el mediano/largo plazo ambos converjan pero no en el corto plazo. Para mitigar este riesgo, muchos Fondos presentan en sus carteras posiciones significativas de títulos públicos que presentan mayor liquidez (cubiertos con futuros de Rofex).

Otra alternativa de inversión: posiciones sintéticas

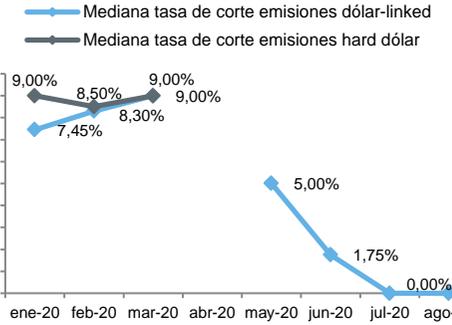
Tal como se mencionó anteriormente, los Fondos Dólar-Linked invierten en sintéticos de dólar – en promedio, en un 60% del total de la cartera –, es decir, la combinación de inversiones en pesos junto con la compra de un futuro de dólar (Rofex). Se destaca que una cobertura "perfecta" requiere el mismo monto, plazo y características (sin "Basis Risk" o riesgo de base). Es importante tener presente que un sintético dólar-linked depende de los niveles de tasa en pesos y del costo de la cobertura. Los instrumentos en pesos pueden ser de distinto tipo como obligaciones negociables, fideicomisos financieros o títulos públicos, aunque en la práctica los fondos eligen esta última opción por la mayor liquidez relativa. Adicionalmente, existe dispersión entre aquellos fondos más de cobertura y aquellos

Emisiones Dólar-Linked 2020



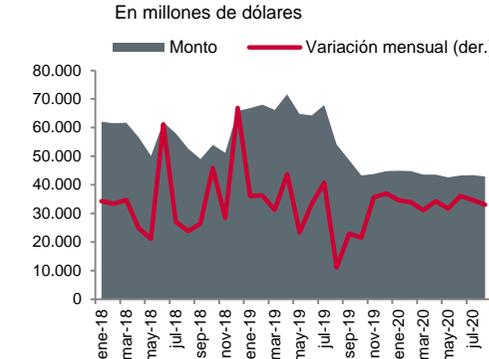
Fuente: FIX en base a datos del mercado.

Evolución Tasas de Corte



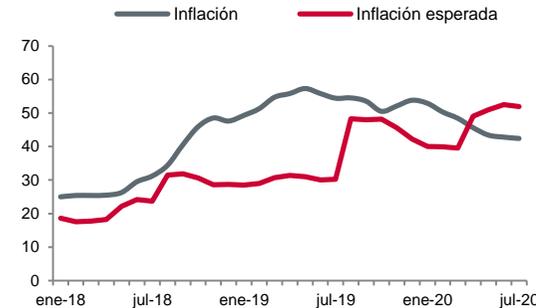
Fuente: FIX en base a datos del mercado.

Evolución Reservas Internacionales



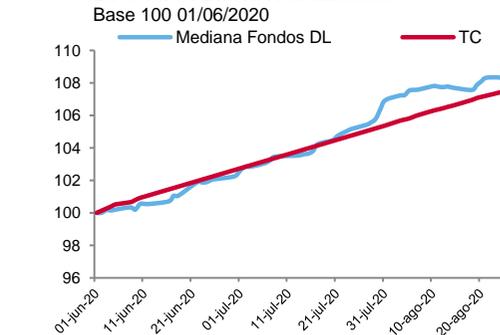
Fuente: FIX en base a BCRA.

Variación Interanual Tasa de Inflación



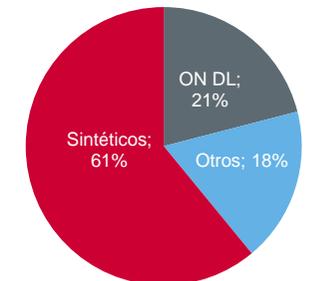
Fuente: FIX en base a BCRA.

Evolución Diaria Rendimientos



Fuente: FIX en base a CAFCI, BCRA y estimaciones propias.

Desagregación de Cartera Fondos DL Agosto 2020



Fuente: FIX en base a CAFCI y datos del mercado.

que pueden tomar posiciones más agresivas o con mayor riesgo de base.

Cuando hay un fuerte desbalance entre la oferta y demanda de futuros, como sucede actualmente, puede derivar en una presión creciente sobre la posición vendedora del BCRA (se convierte en prácticamente el único vendedor). Esto puede ser un problema ya que en caso de una devaluación, este deberá hacer frente a estos contratos y para cubrirlos se requiere más emisión y, consecuentemente, ejerce mayor presión sobre la inflación y el tipo de cambio. De continuar el crecimiento acelerado de la demanda de cobertura de futuros, FIX no descarta la implementación de nuevas reglamentaciones o topes a la tenencia de los mismos para los Fondos.

Perspectiva 2020

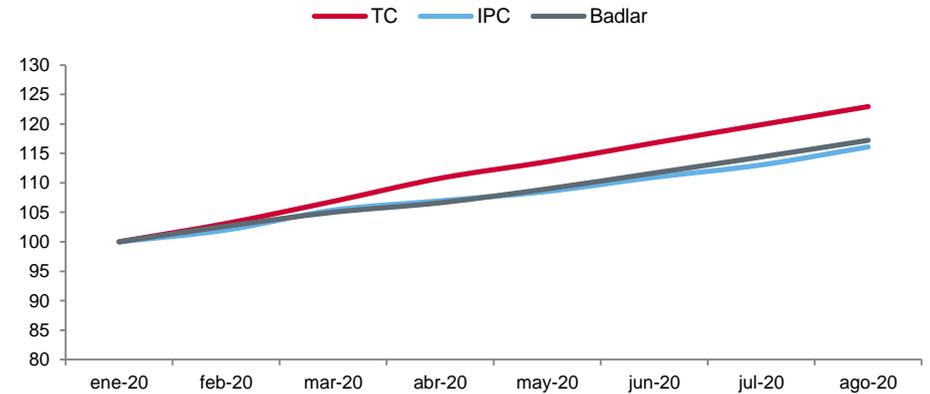
La perspectiva de los Fondos Dólar-Linked dependerá de la evolución de las variables macro, de la política cambiaria y monetaria. El Banco Central estuvo realizando durante varios meses una estrategia de Crawling Peg (mini devaluaciones sucesivas), con una tasa de devaluación superior a la inflación y a la Badlar, lo que sumado a una expectativa de devaluación (elevada brecha), derivó en un crecimiento muy fuerte de estos Fondos en pocos meses.

FIX viene considerando que ya superado exitosamente el canje de los Bonos bajo ley internacional y bajo ley local, el Gobierno intentaría disminuir la brecha mediante una aceleración en la tasa de devaluación del dólar oficial, sin descartar intervenciones o nuevas regulaciones en los mercados de dólar MEP y CCL. No obstante, la caída de reservas netas en un escenario de "CEPO" con alto déficit, bajo nivel de reservas líquidas y monetización del mismo con emisión, implica una posible devaluación mediante un salto discreto.

Por un lado, estos Fondos se beneficiarían de capturar (parte) de un salto discreto en el tipo de cambio, aunque en el caso que el mismo sea significativo – y no se esperen nuevas devaluaciones y/o que la tasa sea mayor a la devaluación esperada –, podría derivar luego en rescates masivos con presión sobre la liquidez de los mismos. De igual forma, de producirse un desdoblamiento cambiario, estos Fondos seguirán al dólar comercial (más bajo) y no al dólar financiero (más alto), por lo que también perderían interés por parte de algunos inversores. En este caso, los instrumentos de mayor duration tendrían más valor ya que se esperaría que en el mediano/largo plazo ambos converjan, pero no en el corto plazo. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido a fines de 2015, las carteras se encuentran con mayores niveles de liquidez (títulos públicos en los sintéticos) y las tasas de los instrumentos, si bien se ubican en niveles bajos e incluso negativos, están aún lejos de los valores de aquel momento, en el que los instrumentos ya descontaban prácticamente toda la devaluación esperada. En tanto, otro tema a monitorear es el de los futuros, que en el caso de seguir creciendo a esta tasa, podría derivar en algún tipo de restricción o regulación para los Fondos.

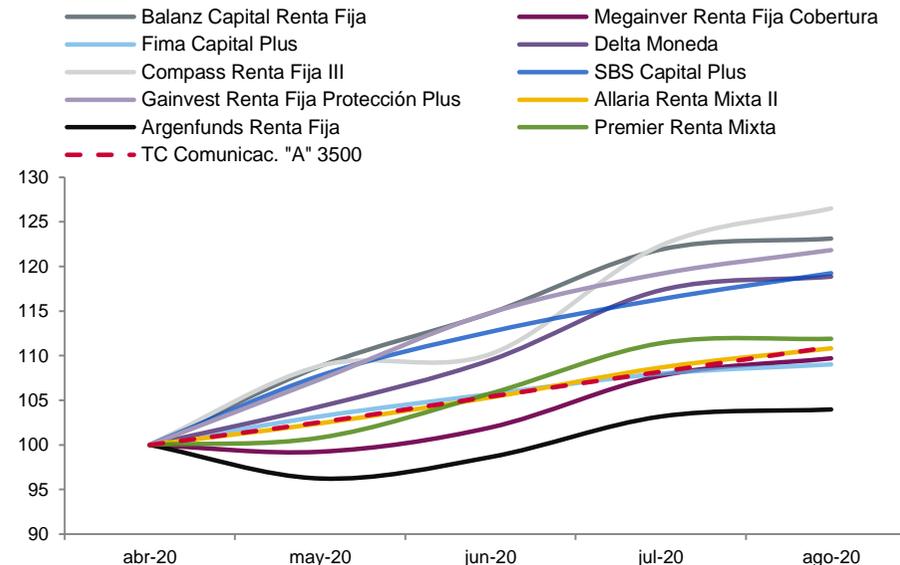
Como conclusión, los Fondos Dólar-Linked son un instrumento interesante en el actual escenario. No obstante, los inversores deben considerar que los mismos siguen la tendencia del dólar oficial, no brindan una cobertura perfecta y también que hay diferentes estrategias en los mismos de acuerdo a las ponderaciones por instrumento, la calidad crediticia de los emisores (no siempre de calidad similar) y si son de Cobertura o pueden tomar posiciones más agresivas o con mayor riesgo de base. Esto último derivará en diferentes rendimientos y volatilidades de acuerdo al timing y magnitud de las variaciones del tipo de cambio, así como de las otras variables macro (el cuadro de crecimiento nominal del valor de cuota muestra una apertura y evolución indicativa de ello).

Variación Mensual Tasa de Devaluación vs. Inflación y Tasa de Interés
 Base 100 Enero 2020



Fuente: FIX en base a BCRA.

Crecimiento Nominal Valor Cuota Principales FCI Dólar-Linked
 Base 100 Abril 2020



Fuente: FIX en base a CAFCI, BCRA y estimaciones propias.

Gustavo G. Ávila

(+5411) 5235-8142

gustavo.avila@fixscr.com

Valentina Zabalo

(+5411) 5235-8170

valentina.zabalo@fixscr.com

María Fernanda López

(+5411) 5235-8100

mariafernanda.lopez@fixscr.com

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de FIX para adquirir, vender o negociar valores negociables.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor", se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente, como son riesgos de precio o de mercado. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta