

ACTUALIZACIÓN DEL INFORME SOBRE FLUJOS DE CORTO PLAZO DE TÍTULOS PÚBLICOS ARGENTINOS

NOVIEMBRE, 2008

1. INTRODUCCIÓN	2
2. ANÁLISIS DE FLUJOS DE CORTO PLAZO DE TÍTULOS PÚBLICOS NACIONALES	2
3. CONCLUSIÓN	5

Analista: Alejandro Vinitzky
avinitzky@maxinver.com

Introducción

Como el 2009 será un año electoral, podría especularse con que se extremaran los ajustes fiscales necesarios para que –de alguna forma- se cumpla con los servicios de capital e intereses de la deuda pública.

En un análisis con una carga muy importante del aspecto político, sobre el cual se centran las mayores dudas, han aparecido recomendaciones de que debería efectuarse un cambio profundo en las relaciones con otros países y con los organismos multilaterales.

En esa eventualidad, no sería descartable que se pudiera obtener una ayuda de, por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional. Es indudable que para ello, entre otras cosas, debería acordarse un plan de pagos –obviamente a mediano plazo- con los acreedores del Club de París, y en algún momento, que sea oportuno, proponer alguna salida al tema de los hold outs.

Todo lo comentado es sin desmedro, como indicáramos en el primer párrafo, que el programa de gasto público deberá ajustarse a lo mínimo imprescindible, hasta que se haya superado el período más crítico de la actual situación.

En pocas palabras, la apuesta es si el gobierno insistirá en parches periódicos con la esperanza que alguna evolución favorable de la situación internacional “salve las papas”. La alternativa sería, aún en contra de discursos que generan supuestas “ventajas políticas” para mantener popularidad, encarar profundos cambios que aumenten sensiblemente las probabilidades de superar los próximos dos años sin que se repita la costumbre argentina de pronosticar una crisis.

El presente informe brinda la posibilidad de mensurar las relaciones riesgo-beneficio asociadas con distintos bonos nacionales. Tomando en cuenta los aspectos señalados y considerando los riesgos vinculados, es interesante observar diferentes alternativas de inversión en títulos argentinos.

Análisis de flujos de corto plazo de títulos públicos nacionales

A los efectos de analizar los repagos de distintos bonos argentinos, y las relaciones porcentuales entre las inversiones iniciales efectuadas a precios indicados en el informe menos el valor presente de los cupones cobrados hasta el 31/12/2009 comparado con el valor de rescate que quede a esa fecha, se procedió a realizar una serie de cálculos basados en los siguientes puntos:

- a. Un tipo de cambio de \$ / USD de 3,32.
- b. Una inflación mensual proyectada del 0,60%.
- c. Se tomaron los precios en pesos de los distintos bonos estudiados.
- d. El análisis considera los flujos que tienen lugar hasta el 31/12/2009, con el objetivo de evaluar los pagos a realizar por los activos mencionados durante el corto plazo.
- e. Los precios del RG12 y del RA13 –ambos son bonos denominados en dólares- incluidos en este informe son en pesos dividido el tipo de cambio oficial. Si uno efectúa la compra con dólares que posee en el exterior, puede obtener dichos títulos a valores cercanos a los USD 20 o menos, mejorando sensiblemente la relación riesgo-beneficio.

Cabe aclarar el significado de cada variable incluida en el cuadro adjunto así como su modo de cálculo:

- *Bonos*: es el código con el que cada título público es identificado en el mercado de valores.

- *Moneda*: es la moneda de emisión del bono.
- *TIREA*: representa la tasa interna de retorno efectiva anual.
- *Duration*: se obtiene multiplicando el peso relativo del valor presente de cada flujo devengado por el título, por la respectiva unidad de tiempo. Permite evaluar la sensibilidad del bono ante fluctuaciones en la TIR.
- *Paridad (en %)*: es la relación entre el precio del bono con su valor técnico o de rescate (siendo éste último el valor residual –ajustado por los intereses capitalizados si corresponde– más los intereses corridos).
- *Precio por cada 100 nominales*: se obtiene multiplicando el precio en el mercado de valores del bono por el valor residual del mismo.
- *Flujos a cobrar hasta 31/12/2009*: son los pagos que recibirá el tenedor del bono hasta esa fecha. Las sumas se expresan tanto en valor presente como en nominales.
- *Flujo en valor presente*: es el valor presente -descontado al 30% anual para los bonos denominados en pesos y al 15% anual para los emitidos en dólares- de la suma de los pagos (ajustados para los bonos indexados por CER) a realizar por el título en concepto de amortización de capital y cupones de interés, hasta el 31/12/2009. Para la deuda ajustada por CER, los cupones de capital e intereses se indexaron del siguiente modo:

$$\text{Pago ajustado} = \frac{\text{cupón (de interés o de amortización)} \times \text{CER actual}}{\text{CER al momento de emisión del bono}}$$

Para los flujos siguientes, se indexaron los pagos por una inflación mensual del 0,60%.

- *Flujos nominales*: son los pagos de capital e intereses a realizar por el activo en cuestión hasta el 31/12/2009.
- *Peso relativo sobre el precio*: se obtiene dividiendo el flujo total (en valor presente o en valor nominal según corresponda) sobre el precio del bono por cada 100 nominales.
- *Amortización e intereses*: surge de sumar el primer pago de amortización de capital (ajustado si corresponde) y el primer cupón de intereses (indexado si aplica) que se recibirá si se compra el bono hoy. Para los títulos indexados, ambos pagos se ajustaron mediante la fórmula antes señalada ($\text{pago} \times \text{CER actual} / \text{CER original}$).
- *Recupero mensual inicial*: es el cociente entre “Amortización e intereses” y el precio por cada 100 nominales. Representa el recupero mensual que se cobraría sobre la inversión realizada (precio del bono por cada 100 nominales).
- *Paridad proyectada para el 31/12/2009*: representa la relación porcentual entre la inversión inicial efectuada a precios indicados en el informe menos el valor presente de los cupones cobrados hasta el 31/12/2009, comparado con el valor de rescate que quede a esa fecha. Esto permite determinar el nivel de descuento con que el inversor se encontraría de cara a un eventual escenario de incumplimiento posterior de las condiciones de emisión de los bonos.
- *Precio neto de recuperos*: es el precio por cada 100 nominales menos los flujos en valor presente que se pagarían hasta el 31/12/2009 para cada bono. Representa la suma nominal del precio aún no recuperada por el inversor.
- *Valor de rescate proyectado al 31/12/2009*: surge de multiplicar el valor técnico del bono (valor residual más intereses corridos) por el CER proyectado al 31/12/2009, y luego dividir el producto por el CER original del activo. Para la proyección del CER se tomó el correspondiente al 06/11/2008 y se lo capitalizó a una tasa mensual de inflación del 0,60%.

Obviamente, para los títulos que no ajustan por CER, se consideraron los dólares o los pesos remanentes a pagar, más los intereses devengados desde el último pago de servicios de intereses hasta el 31/12/2009.

Cabe señalar que el valor de rescate proyectado al 31/12/2009 representa el costo que tendría para el gobierno rescatar el título del mercado.

- *Paridad para el resto de la inversión:* se obtiene dividiendo el *Precio neto de recuperos* sobre el *Valor de rescate proyectado al 31/12/2009*. El resultado representa la paridad con la que se encontraría el inversor a la fecha mencionada.

El siguiente cuadro sintetiza los cálculos efectuados y permite comparar los valores correspondientes a cada bono.

Datos al 10/11/2008

Bonos	Moneda	TIREA (en %)	Duration	Paridad (en %)	Precio por 100 nominales	Flujos a cobrar hasta 31/12/2009				Cupones		Paridad proyectada para el 31/12/2009		
						Flujo en valor presente	Peso relativo sobre el precio	Flujo nominal	Peso relativo sobre el precio	Amortización e intereses ajustados por CER	Recupero mensual inicial	Precio neto de recuperos	Valor de rescate proyectado al 31/12/2009	Paridad para el resto de la inversión
PRE9	\$	49,0	1,9	44,00	64,11	30,23	47%	34,87	54%	2,42	3,8%	33,88	126,60	27%
PR12	\$	63,0	2,0	31,00	52,15	26,12	50%	30,22	58%	2,26	4,3%	26,03	156,63	17%
PR11	\$	63,0	0,89	65,00	32,71	25,02	76%	28,93	88%	2,17	6,6%	7,69	25,61	30%
NF18	\$	46,0	3,1	25,00	45,51	13,79	30%	15,97	35%	1,19	2,6%	31,72	185,93	17%
DICP	\$	22,0	6,8	27,00	46,50	8,06	17%	9,63	21%	-	-	38,44	199,76	19%
AJ12	\$	69,0	2,4	33,00	34,10	14,19	42%	15,75	46%	-	-	19,91	100,55	20%
PRO7	\$	45,3	2,3	36,00	30,00	11,51	38%	13,28	44%	-	3,4%	18,49	70,69	26%
RG12	USD	58,5	1,7	46,00	23,27	12,74	55%	14,05	60%	-	-	10,53	37,89	28%
RA13	USD	50,7	1,7	47,00	29,13	13,79	47%	14,82	51%	-	-	15,34	50,25	31%

CER al 06/11/2008	2,199
Tasa de descuento	30%

Tal como puede observarse, al 31/12/2009 existen bonos que repagan cerca de un medio de la inversión realizada (PRE9, PR12, RG12, RA13), otros que permiten recuperar cerca del 40% de dicho capital (PRO7 y AJ12), y un caso extremo como el PR11 cuyo recuperó es del 76% en valor presente.

En cuanto a las relaciones de inversiones remanentes versus valores de rescate proyectados al 31/12/2009, el PR12, NF18, DICP y AJ12 contarían con niveles inferiores o próximos al 20%, en tanto el PRE9, PRO7, RG12 y RA13 tendrían valores cercanos al 25-30%.

Por otro lado, resulta interesante analizar los repagos ofrecidos por los cupones atados a la evolución del PBI. De acuerdo a la información oficial para el pago de diciembre de 2008, y a la proyectada para el cupón a abonarse en 2009, el TVPP permitiría recuperar casi el 80% del capital invertido (o el 66% en valor presente), mientras que el TVPA brindaría un repago del 96% nominal (es decir, un 88% en valor presente).

Datos al 10/11/2008

Instrumento	Precio	Recupero nominal		Recupero en valor presente			
		2008	2009 (proy.)	Total (Dic. 2009)	2008	2009 (proy.)	Total (Dic. 2009)
TVPP	7,55	33%	46%	79%	32%	34%	66%
TVPA	5,42	42%	54%	96%	41%	47%	88%

	Cupón	
	2008	2009 (proy.)
En \$	2,45	3,44
En USD	2,27	2,95

Tipo de cambio \$/USD proyectado = 3,40

Tasa de descuento	30% en \$, 15% en USD
-------------------	-----------------------

Respecto de los valores presentados para los cupones del PBI, es válido aclarar que el precio del TVPP está expresado en pesos, en tanto el del TVPA se encuentra en dólares. A su

vez, el tipo de cambio proyectado para la segunda quincena de diciembre de 2008 y que incide en el cálculo del pago a realizarse en diciembre de 2009, es de 3,40 \$ / USD.

Conclusión

Bajo la consideración de las variables de repago (nominal o en valor presente) y de relaciones entre importes remanentes invertidos versus valores de rescate, se muestran mejores el PR12 y el RG12 (ofrecen un recupero cercano al 50-60% y relaciones entre valores remanentes y de rescate al 31/12/2009 del 17% y del 28% respectivamente), el AJ12 (que repaga el 40-45% y tendría una relación a esa fecha entre valor remanente y de rescate del 20%), así como el PR11 (que permite recuperar el 76% del capital en valor presente y presentaría un importe invertido remanente sobre el valor de rescate del orden del 30%).

Cabe adicionar que el TVPA tiene una tasa de repago significativamente superior a la del TVPP, con lo cual entendemos conveniente negociar el primero.

En síntesis, si bien el riesgo asociado con la inversión en activos de renta fija argentinos emerge fundamentalmente de la incertidumbre y las decisiones políticas locales, resulta interesante tomar en cuenta las relaciones riesgo-beneficio que presentan los bonos señalados en este informe.