

INFORME SOBRE BONOS CORPORATIVOS NORTEAMERICANOS

OCTUBRE, 2008

1. INTRODUCCIÓN	2
2. ANÁLISIS DE BONOS CORPORATIVOS DE ESTADOS UNIDOS	3
A. BANCOS Y OTRAS COMPAÑÍAS FINANCIERAS	3
B. ECONOMÍA REAL	4
3. COMPARACIÓN DE RETORNOS	6
4. CONCLUSIÓN	6

Analista: Alejandro Vinitzky
avinitzky@maxinver.com

Introducción

Durante los últimos días se incrementó la volatilidad en los mercados financieros internacionales, y se acentuaron las bajas en las cotizaciones de diversos activos.

En forma consistente con dicho escenario, los bonos argentinos continuaron presentando aumentos en sus rendimientos (por ejemplo, las tasas internas de retorno del RG12 y del AM11 alcanzaron el nivel de aproximadamente 36% en dólares, en tanto la TIR del AA17 llegó a cerca del 22% en dicha moneda). Es decir, que los títulos públicos nacionales continúan ofreciendo retornos que –en principio- son elevados.

Sin embargo, la actual situación internacional produce que existan inversiones de renta fija en, por ejemplo, compañías de USA con rendimientos realmente significativos.

El presente informe analiza algunos bonos corporativos norteamericanos, y evalúa los retornos ofrecidos por tales activos considerando cotizaciones y tasas vigentes al 07/10/2008.

Análisis de bonos corporativos de Estados Unidos

Al analizar el mercado de bonos corporativos de Estados Unidos resulta interesante estudiar por separado los títulos pertenecientes a bancos y otras compañías financieras, respecto de los instrumentos emitidos por firmas de la “economía real”.

De esta forma, a continuación se exponen por separado los títulos correspondientes a ambos tipos de empresas.

Cabe señalar que dada la alta volatilidad y falta de transparencia en la información, los precios indicados y –consecuentemente– los rendimientos deben evaluarse en forma orientativa y, probablemente, operaciones concretas de compra y de venta puedan resultar en cotizaciones con importantes diferencias respecto de los valores presentados.

A. Bancos y otras compañías financieras

En cuanto a los bonos emitidos por bancos y otras compañías financieras (por ejemplo, aseguradoras e inversoras), los siguientes cuadros resumen una muestra del mercado de obligaciones negociables para plazos cortos, medianos y largos al 07/10/2008.

Cuadro I. Bonos cortos – Bancos y financieras

CUSIP	Issue	Actividad	Maturity	Ratings	Coupon (%)	YTM (%)	Price	Activo en miles de USD (según último balance)
617446GM5	Morgan Stanley	Diversified Investments	15-abr-11	A1/A+	6,75	20,08	74,65	1.031.228.000
929903BJ0	Wachovia Corp New	Money Center Banks	15-mar-11	A1/A+	5,35	10,74	88,73	812.433.000
026874AV9	American Intl Group Inc	Property & Casualty Insurance	10-ene-10	A2/A-	4,70	22,64	72,63	1.049.876.000
74432AYA2	Prudential Finl Inc Internote	Life Insurance	15-ago-11	A3/A+	5,00	7,82	92,92	474.611.000
38141GAZ7	Goldman Sachs Group Inc	Investment Brokerage - National	15-ene-11	Aa3/AA-	6,88	7,68	98,35	1.088.145.000
125581AQ1	Cit Group Inc	Money Center Banks	02-ene-10	Baa1/A-	4,25	30,27	73,64	2.100.385.000
125581AZ1	Cit Group Inc	Money Center Banks	27-abr-11	Baa1/A-	5,60	27,54	61,60	2.100.385.000
78442FDE5	Slm Corp Mtn Book Entry	Credit Services	15-ene-10	Baa2/BBB-	4,00	24,50	78,77	163.562.241

Fuente: Elaboración propia.

Para los instrumentos cortos presentados, los rendimientos suelen fluctuar en el orden del 20-30%.

Cuadro II. Bonos de mediana duración – Bancos y financieras

Datos al 07/10/2008

CUSIP	Issue	Actividad	Maturity	Ratings	Coupon (%)	YTM (%)	Price	Activo en miles de USD (según último balance)
025816AQ2	American Express Co	Credit Services	15-jul-13	A1/A+	4,88	7,68	88,98	137.330.000
025816AW9	American Express Co	Credit Services	09-dic-16	A1/A+	5,50	7,50	88,22	137.330.000
38141GEU4	Goldman Sachs Group Inc	Investment Brokerage - National	15-ene-17	A1/A+	5,63	9,88	76,35	1.088.145.000
61746SBR9	Morgan Stanley	Diversified Investments	15-oct-15	A1/A+	5,38	10,75	73,97	1.031.228.000
59156RAH1	Metlife Inc	Life Insurance	15-jun-14	A2/A	5,50	8,25	87,70	555.787.000
59156RAN8	Metlife Inc	Life Insurance	15-jun-15	A2/A	5,00	8,54	82,26	555.787.000
61748AAE6	Morgan Stanley	Diversified Investments	04-ene-14	A2/A	4,75	17,77	55,58	1.031.228.000
929903AE2	Wachovia Corp New	Money Center Banks	15-feb-14	A2/A	4,88	10,06	78,95	812.433.000
929903CH3	Wachovia Corp New	Money Center Banks	15-oct-16	A2/A	5,63	10,73	72,99	812.433.000
026874AT4	American Intl Group Inc	Property & Casualty Insurance	15-may-13	A2/A-	4,25	19,30	55,44	1.049.876.000
026874AX5	American Intl Group Inc	Property & Casualty Insurance	10-ene-15	A2/A-	5,05	17,66	50,52	1.049.876.000
5901884M7	Merrill Lynch & Co Inc	Investment Brokerage - National	16-may-16	A3/A-	6,05	9,16	82,23	966.210.000
74432QAE5	Prudential Finl Inc Mtns Book	Life Insurance	20-sep-14	A3/A+	5,10	9,77	79,31	474.611.000
74432QAG0	Prudential Finl Inc Mtns Book	Life Insurance	13-jun-15	A3/A+	4,75	9,30	77,75	474.611.000
060505BM5	Bank Of America Corporation	Money Center Banks	15-jun-14	Aa2/AA-	5,38	6,08	96,64	1.716.875.000
060505DA9	Bank Of America Corporation	Money Center Banks	15-mar-17	Aa3/A+	5,42	7,78	85,57	1.716.875.000
46625HBV1	Jpmorgan & Chase & Co	Money Center Banks	15-sep-14	Aa3/A+	5,13	6,59	92,90	1.775.670.000
46625HAX8	Jpmorgan & Chase & Co	Money Center Banks	05-ene-15	Aa3/A+	5,25	5,65	97,84	1.775.670.000
38141GDB7	Goldman Sachs Group Inc	Investment Brokerage - National	04-ene-13	Aa3/AA-	5,25	8,67	87,53	1.088.145.000
125581AK4	Cit Group Inc	Money Center Banks	30-sep-14	Baa1/A-	5,13	18,62	52,55	2.100.385.000
125577AY2	Cit Group Inc	Money Center Banks	13-feb-17	Baa1/A-	5,65	17,19	49,80	2.100.385.000
78442FCJ5	Slm Corp Mtn Book Entry	Credit Services	15-may-14	Baa2/BBB-	5,38	16,66	59,92	163.562.241

Fuente: Elaboración propia.

Respecto de los bonos de mediana duración, los rendimientos suelen situarse en el orden del 8-9%. De todas formas, para algunas compañías, dichas tasas ascienden a cerca de un 17% anual siendo las paridades de los títulos respectivos de aproximadamente un 50%.

Cuadro III. Bonos de larga duración – Bancos y financieras

Datos al 07/10/2008

CUSIP	Issue	Actividad	Maturity	Ratings	Coupon (%)	YTM (%)	Price	Activo en miles de USD (según último balance)
172967BU4	Citigroup Inc	Money Center Banks	22-feb-33	A1/A+	5,88	8,38	71,14	2.100.385.000
38143YAC7	Goldman Sachs Group Inc	Investment Brokerage - National	05-ene-36	A1/A+	6,45	8,88	75,12	1.088.145.000
38141GES9	Goldman Sachs Group Inc	Investment Brokerage - National	15-ene-27	A1/A+	5,95	8,83	74,06	1.088.145.000
61746BCY0	Morgan Stanley	Diversified Investments	08-sep-26	A1/A+	6,25	9,84	70,06	1.031.228.000
59156RAM0	Metlife Inc	Life Insurance	15-jun-35	A2/A	5,70	8,84	68,00	555.787.000
929903AM4	Wachovia Corp New	Money Center Banks	08-ene-35	A2/A	5,50	8,44	68,94	812.433.000
026874AZ0	American Intl Group Inc	Property & Casualty Insurance	05-ene-36	A2/A-	6,25	12,97	49,81	1.049.876.000
59023VAA8	Merrill Lynch & Co Inc	Investment Brokerage - National	14-may-38	A3/A-	7,75	9,67	81,32	966.210.000
74432QBD6	Prudential Finl Inc Mtns Book	Life Insurance	12-ene-37	A3/A+	6,63	9,08	74,95	474.611.000
94980VAG3	Wells Fargo Bk Natl Assn	Money Center Banks	26-ago-36	Aa1/AA+	5,95	6,67	90,91	595.221.000
46625HHF0	Jpmorgan & Chase & Co	Money Center Banks	15-may-38	Aa2/AA-	6,40	6,65	96,79	1.775.670.000
060505DL5	Bank Of America Corporation	Money Center Banks	15-sep-37	Aa3/A+	6,50	7,45	88,77	1.716.875.000
125581AY4	Cit Group Inc	Money Center Banks	04-ene-36	Baa1/A-	6,00	13,53	45,87	2.100.385.000
78442FAZ1	Slm Corp Mtn Book Entry	Credit Services	08-ene-33	Baa2/BBB-	5,63	11,32	52,95	163.562.241

Fuente: Elaboración propia.

Los títulos largos de bancos y otras entidades financieras, presentan tasas internas de retorno cercanas al 9% anual, y paridades que oscilan en el orden del 70-75%.

B. Economía real

Los siguientes cuadros exponen algunos ejemplos de bonos emitidos por empresas cuya actividad pertenece al ámbito de la economía real.

Cuadro IV. Bonos corporativos cortos – Economía real

Datos al 07/10/2008

CUSIP	Issue	Actividad	Maturity	Ratings	Coupon (%)	YTM (%)	Price	Activo en miles de USD (según último balance)	Ventas anuales en miles de USD (según último balance)
620076AR0	Motorola Inc	Communication Equipment	15-nov-10	Baa2/BBB	7,63	8,06	99,16	33.739.000	36.622.000
247367AY1	Delta Airlines	Transportation	07-feb-12	Aaa/AAA	6,41	9,35	90,90	27.651.000	19.154.000
92344XAA7	Verizon New York Inc	Telephone	04-ene-12	Baa3/A	6,87	6,71	100,49	186.959.000	93.469.000

Fuente: Elaboración propia.

El nivel de rendimiento de bonos corporativos cortos emitidos por empresas de la economía real, resulta cercano al 8%.

Cuadro V. Bonos corporativos de mediana duración – Economía real

Datos al 07/10/2008

CUSIP	Issue	Actividad	Maturity	Ratings	Coupon (%)	YTM (%)	Price	Activo en miles de USD (según último balance)	Ventas anuales en miles de USD (según último balance)
00206RAJ1	At&T Inc	Telecom Services - Domestic	02-ene-18	A2/A	5,50	6,91	90,43	284.508.000	118.928.000
210805DP9	Continental Airlines Inc	Major Airlines	15-feb-12	Aaa/AAA	6,56	9,78	90,90	12.105.000	14.232.000
369604BC6	General Electric Co	Conglomerates	12-jun-17	Aaa/AAA	5,25	6,08	94,25	795.337.000	172.738.000
437076AP7	Home Depot Inc	Home Improvement Stores	03-ene-16	Baa1/BBB+	5,40	7,76	86,89	44.324.000	77.349.000
50075NAV6	Kraft Foods Inc	Food - Major Diversified	23-ago-18	Baa2/BBB+	6,13	6,73	95,62	67.993.000	37.241.000
55616XAD9	Macys Retail Hdgs Inc	Department Stores	15-ene-13	Baa3/BBB-	5,88	7,26	94,98	27.789.000	26.313.000
571903AH6	Marriott Intl Inc New	Lodging	15-feb-13	Baa2/BBB	5,63	6,67	96,11	8.942.000	12.990.000
571903AG8	Marriott Intl Inc New	Lodging	15-jun-17	Baa2/BBB	6,38	8,05	89,67	8.942.000	12.990.000
620076AZ2	Motorola Inc	Communication Equipment	15-nov-17	Baa2/BBB	6,00	9,12	80,96	33.739.000	36.622.000
708160BJ4	Penney J C Inc	Department Stores	15-ago-16	Baa3/BBB-	7,65	8,29	96,35	14.309.000	19.860.000
844741AX6	Southwest Airls Co	Regional Airlines	03-ene-17	Baa1/A-	5,13	7,61	84,78	16.772.000	9.861.000
887317AC9	Time Warner Inc	Entertainment - Diversified	15-nov-16	Baa2/BBB+	5,88	7,54	90,04	133.830.000	46.482.000
959802AB5	Western Un Co	Personal Services	10-ene-16	A3/A-	5,93	6,78	94,82	5.784.200	4.900.200
984121BP7	Xerox Corp	Business Equipment	15-mar-16	Baa2/BBB	6,40	6,66	98,51	24.312.000	17.228.000

Fuente: Elaboración propia.

Para los títulos de mediana duración, los rendimientos se ubican en el orden del 7-8% y las paridades cerca del 90%.

Cuadro VI. Bonos corporativos de larga duración – Economía real

Datos al 07/10/2008

CUSIP	Issue	Actividad	Maturity	Ratings	Coupon (%)	YTM (%)	Price	Activo en miles de USD (según último balance)	Ventas anuales en miles de USD (según último balance)
035229DC4	Anheuser Busch Cos Inc	Beverages - Brewers	09-ene-37	Baa2/BBB+	6,45	7,96	83,01	17.155.000	16.685.700
00206RAN2	At&T Inc	Telecom Services - Domestic	15-may-38	A2/A	6,40	7,66	85,27	284.508.000	118.928.000
149123BN0	Caterpillar Inc Del	Farm & Construction Machinery	15-ago-36	A2/A	6,05	6,66	92,37	56.132.000	44.958.000
20030NAM8	Comcast Corp New	CATV Systems	15-mar-37	Baa2/BBB+	6,45	8,13	81,51	113.417.000	30.895.000
29078EAA3	Embarq Corp	Diversified Communication Services	06-ene-36	Baa3/BBB-	8,00	11,42	71,37	8.901.000	6.365.000
437076AS1	Home Depot Inc	Home Improvement Stores	16-dic-36	Baa1/BBB+	5,88	8,54	71,71	44.324.000	77.349.000
500255AN4	Kohls Corp	Department Stores	15-ene-33	Baa1/BBB+	6,00	7,61	82,32	10.560.082	16.473.734
50075NAT1	Kraft Foods Inc	Food - Major Diversified	02-ene-38	Baa2/BBB+	6,88	7,15	96,67	67.993.000	37.241.000
532716AK3	Limited Brands Inc	Apparel Stores	03-ene-33	Baa3/BBB-	6,95	9,56	75,46	7.437.000	10.134.000
620076AP4	Motorola Inc	Communication Equipment	15-nov-28	Baa2/BBB	6,50	9,70	71,92	33.739.000	36.622.000
651639AE6	Newmont Mining Corp	Gold	04-ene-35	Baa2/BBB+	5,88	7,87	77,93	15.598.000	5.526.000
65473QAR4	Nsource Fin Corp	Diversified Utilities	15-sep-20	Baa3/BBB-	5,45	7,64	83,04	18.004.800	7.939.800
68389XAE5	Oracle Corp	Application Software	15-abr-38	A2/A	6,50	6,71	97,38	47.268.000	22.430.000
708160BS4	Penney J C Inc	Department Stores	04-ene-37	Baa3/BBB-	7,40	7,73	96,19	14.309.000	19.860.000
887317AD7	Time Warner Inc	Entertainment - Diversified	15-nov-36	Baa2/BBB+	6,50	8,51	78,64	133.830.000	46.482.000
931142CK7	Wal Mart Stores Inc	Discount, Variety Stores	15-ago-37	Aa2/AA	6,50	6,67	97,80	163.514.000	378.799.000
959802AH2	Western Un Co	Personal Services	17-nov-36	A3/A-	6,20	7,62	83,63	5.784.200	4.900.200

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a los instrumentos largos, las tasas internas de retorno de los bonos son en promedio del 7-8% y las paridades aproximadamente alcanzan el nivel del 70-80%.

Comparación de retornos

Es interesante observar que las tasas del Tesoro norteamericano para los distintos plazos son significativamente inferiores a los rendimientos devengados por los bonos estudiados para distintos horizontes temporales. En otras palabras, los diferenciales entre ambas tasas parecerían ser amplios en base a los datos expuestos al 07/10/2008.

Datos al 07/10/2008

US Benchmark Treasury Yields	
Yield Indices	Latest
1 Month	0.33%
3 Month	0.85%
6 Month	1.15%
2 Year	1.44%
5 Year	2.45%
10 Year	3.48%
30 Year	4.00%

Fuente: Elaboración propia en base a Financial Times, 2008.

Por otro lado, resulta interesante efectuar una comparación entre los bonos corporativos norteamericanos y las tasas internas de retorno de los bonos argentinos.

Respecto de los primeros, para el caso de los bancos –que se presentan como activos riesgosos y, por ende, podrían ser en algún punto comparables con los títulos de deuda nacional- los rendimientos ascienden hasta el 30% para los instrumentos cortos, y para los de mediana duración los retornos suben hasta el 17% con un 50% de paridad. En cambio, para los títulos públicos locales denominados en dólares, los bonos cortos cuentan con retornos superiores al 30% (por ejemplo, el RG12 y RA13), en tanto los de mediana duración –como es el caso del RO15 y AA17- tienen rendimientos del 17-22% y paridades del 50-60%. Cabe señalar que en los últimos días –dado el escenario internacional- se han incrementado aún más los rendimientos de los bonos analizados.

Datos al 07/10/2008

Código	Descrip.	Paridad	Precio	TIR Anual	Plazo al vencimiento (años)	Duration
RG12	BODEN 2012	61,58	198,20	31,61%	3,82	2,1
RA13	BODEN 2013	61,13	198,25	28,90%	4,56	2,2
AM11	BONAR V	70,15	225,00	25,14%	2,47	2,2
RO15	BODEN 2015	50,24	161,00	21,94%	6,99	5,0
AS13	BONAR VII	69	222,00	17,15%	4,93	2,2
AA17	BONAR X	59,86	198,00	16,77%	8,53	5,7
DICA	B. DISC U\$S Ley Arg.	50,51	198,00	16,73%	25,25	8,5
PARA	B. PAR U\$S Ley Arg.	20,93	67,00	15,17%	30,25	10,6

Fuente: Elaboración propia en base al Instituto Argentino de Mercado de Capitales, 2008.

Conclusión

El presente informe se ha focalizado en el análisis de bonos corporativos norteamericanos emitidos por compañías financieras y por otras firmas pertenecientes a la “economía real”.

Para el caso de los bancos y demás entidades financieras, los bonos cortos tienen rendimientos promedio de un 20-30%. Para el tramo mediano, las paridades son en promedio del 50% y las tasas internas de retorno llegan hasta el 17% anual. Por su parte, los títulos más largos presentan retornos del 9% y paridades del 70-75%.

En cuanto a los títulos correspondientes a empresas de la economía real, los rendimientos para los distintos plazos oscilan en el orden del 7-8%.

A partir de estos indicadores y, tomando también en consideración las tasas del Tesoro norteamericano, puede observarse que los spreads entre los rendimientos de los bonos estadounidenses estudiados y éstos tipos de interés son significativamente superiores a los que tradicionalmente se presentan entre títulos del Tesoro de US y bonos corporativos de éste país con investment grade. Concretamente, para títulos de firmas con calificación de grado de inversión y pertenecientes a la economía real, se están verificando diferenciales del orden de los 400 puntos básicos sobre Treasury –totalizando rendimientos del orden del 7,50%- para plazos de 10 y 30 años, mientras que normalmente estos spreads suelen ser del 0,50% con excepciones que llegan hasta el 1%.

Respecto de las entidades bancarias y financieras, la volatilidad presente en las cotizaciones de éstos activos y el nivel de riesgo que tienen aparejado frente a la crisis internacional, hace que los diferenciales frente a Treasury resulten aún superiores a los de bonos corporativos de empresas de la economía real.