

# INFORME SOBRE BONOS ARGENTINOS

ENERO, 2009

1. INTRODUCCIÓN	2
2. ANÁLISIS COMPARATIVO DE BONOS ARGENTINOS DENOMINADOS EN DÓLARES	2
a. EVALUACIÓN DE RETORNOS TOTALES	2
b. ANÁLISIS DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS Y DE LAS PARIDADES DE LOS BONOS	3
3. CONCLUSIONES	4

**Analista: Alejandro Vinitzky**  
**avinitzky@maxinver.com**

## 1. Introducción

En el último tiempo se han verificado caídas en los rendimientos de algunos bonos argentinos denominados en dólares, dando lugar a desarbitrajes en la curva de tasas de interés respectiva.

Si bien los inversores han privilegiado el repago como variable principal en la selección de títulos públicos para incorporar en sus carteras, entendemos conveniente ponderar dentro del análisis desarbitrajes en la curva de rendimientos de dichos bonos así como las paridades de esos activos.

El presente informe analiza comparativamente los aspectos mencionados para instrumentos de renta fija argentinos denominados en dólares.

## 2. Análisis comparativo de bonos argentinos denominados en dólares

Dentro de los bonos argentinos denominados en dólares, dados los niveles de rendimientos, paridades y repagos, entendemos conveniente circunscribir el estudio a los siguientes títulos públicos: RG12, AM11 y RA13.

### a. Evaluación de retornos totales

El siguiente cuadro resume –de manera comparativa- los retornos totales que ofrecen los tres bonos mencionados, tomando como fecha de corte del análisis el 31/12/2009. Si bien ésta resulta arbitraria, este informe tiene como propósito evaluar alternativas de inversión en los activos citados dentro del año calendario 2009, período durante el cual el sector público nacional dispondría –en principio- de los recursos necesarios para cumplir con los vencimientos de capital e intereses que deberá afrontar.

Cabe señalar que a los efectos del análisis se tomaron los precios de cierre de bolsa del 12/01/2009, un tipo de cambio de \$ / USD de 3,475, y se capitalizaron los cupones a cobrar hasta el 31/12/2009 al 20% anual en dólares.

Cuadro I. Comparación de retornos totales

Valores expresados en USD

Bono	Precio actual	TIR actual	Paridad actual	Repago nominal 2009	Precio a la nueva TIR			Retorno total nominal a la nueva TIR			Repago con cupones capitalizados	Retorno total a la nueva TIR, capitalizando cupones cobrados		
					30%	40%	50%	30%	40%	50%		30%	40%	50%
AM11	42,3	66,7	41,8	7,0	79,3	71,8	65,2	104%	86%	71%	7,7	106%	88%	72%
RG12	27,5	42,3	55,0	14,1	27,1	24,2	21,8	50%	39%	30%	15,2	54%	43%	35%
RA13	34,5	38,7	55,2	14,2	33,6	29,7	26,7	38%	27%	18%	16,0	43%	32%	23%

Asimismo, a continuación se detalla el significado de cada uno de los conceptos incluidos en el cuadro I:

- *Bono*: es el código de identificación del título público analizado.
- *Precio actual*: es el precio en dólares del bono por cada 100 nominales. Se obtiene tomando la cotización de bolsa del mismo, para luego multiplicarla por el valor residual del título y posteriormente dividir el resultado por el tipo de cambio \$ / USD.
- *TIR actual*: es la tasa interna de retorno del activo analizado correspondiente al precio del 12/01/2009.
- *Paridad actual*: es la relación entre el precio actual 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).
- *Repago nominal 2009*: es la suma de los cupones de amortización de capital e intereses que pagará el bono durante 2009.

- *Precio a la nueva TIR*: es el precio que tendría el título público en cuestión para cada nivel de rendimiento señalado: 30%; 40% y 50% respectivamente.
- *Retorno total nominal a la nueva TIR*: es el retorno total que obtendría el inversor en caso de comprar el bono, cobrar los cupones hasta el 31/12/2009 y percibir un resultado por tenencia del activo derivado de una variación en la TIR del mismo. El retorno total nominal a la nueva TIR se calculó del siguiente modo:

$$\text{Retorno total nominal a la nueva TIR} = \frac{P_1 + \text{Cupones nominales}}{P_0}$$

Siendo:  $P_1$  = precio del bono a la nueva TIR a la fecha proyectada.  
 $P_0$  = precio actual del título público.  
 Cupones nominales = suma de cupones nominales de amortización de capital e intereses a cobrar hasta el 31/12/2009.

- *Repago con cupones capitalizados*: es la suma de los cupones de amortización de capital a intereses que cobraría el inversor hasta el 31/12/2009, capitalizando al 20% anual en dólares cada flujo respectivo.
- *Retorno total a la nueva TIR capitalizando cupones cobrados*: es el retorno total que obtendría el inversor en caso de comprar el bono, cobrar los cupones hasta el 31/12/2009 y reinvertirlos al 20% anual, y percibir un resultado por tenencia del activo derivado de una variación en la TIR del mismo. El retorno total a la nueva TIR capitalizando los cupones cobrados se calculó del siguiente modo:

$$\text{Retorno total a la nueva TIR capitalizando cupones cobrados} = \frac{P_1 + \text{Cupones capitalizados}}{P_0}$$

Siendo:  $P_1$  = precio del bono a la nueva TIR a la fecha proyectada.  
 $P_0$  = precio actual del título público.  
 Cupones capitalizados = suma de cupones de amortización de capital e intereses a cobrar hasta el 31/12/2009, y capitalizados al 20% anual.

Tal como puede observarse, el RG12 y el RA13 presentan paridades similares (alrededor del 55%) y los mayores repagos. En cambio, el AM11 cuenta con una paridad inferior (cercana al 42%) y un rendimiento de aproximadamente un 67% en dólares, que resulta significativamente superior a los casi 39% y 42% del RA13 y RG12 respectivamente.

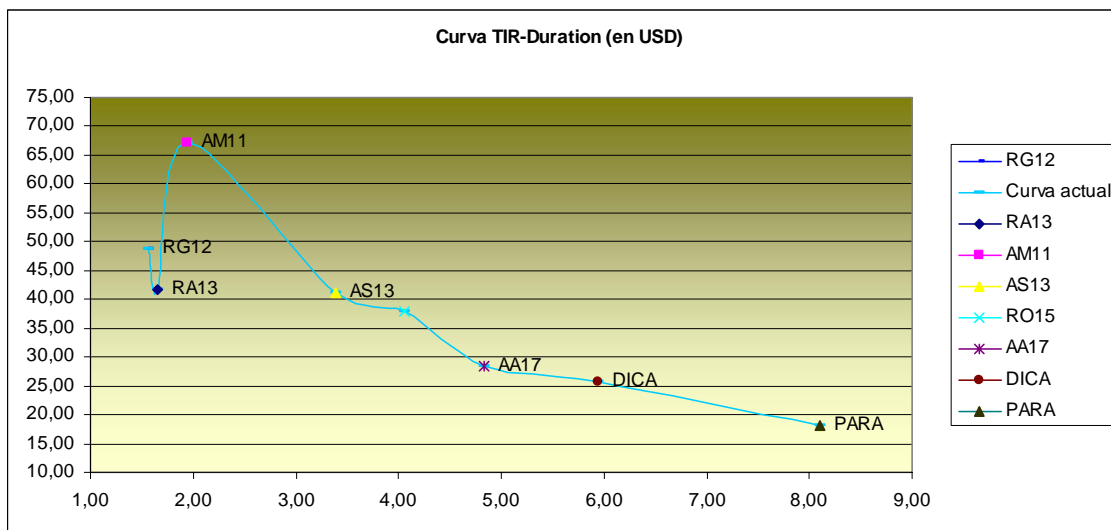
Cabe señalar que hoy existe un diferencial entre los rendimientos del AM11 y del RG12 del orden de los 14 puntos porcentuales. Si de acá a un año, la TIR del Bonar V (AM11) bajara al nivel del 50% y la del Boden 2012 se redujera hasta el 30% -generando esto un spread del 20%-, entonces el retorno total del AM11 sería superior al 70% mientras que el del RG12 resultaría cercano al 50%, a pesar de que aún en ese caso persistiría la ventaja del repago más acelerado del Boden 2012.

#### b. Análisis de la curva de rendimientos y de las paridades de los bonos

Dentro de la curva de rendimientos en dólares, puede observarse que el RG12 y el RA13 tienen similar duration, pero el primero posee un spread de TIR sobre el Boden 2013 de 10 puntos porcentuales.

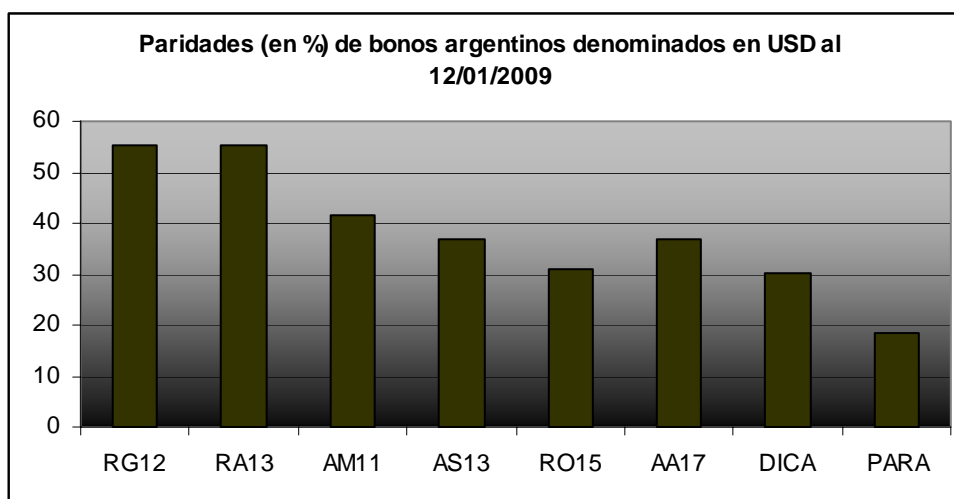
Por otro lado, el AM11 –que también es un bono de corta / mediana duration- tiene una TIR del orden del 67% que resulta comparativamente elevada si se la analiza junto con los demás activos que componen la curva.

Cuadro II. Curva de rendimientos en dólares



Cabe señalar que los títulos más cortos –RG12, RA13 y AM11- tienen paridades superiores a las de los bonos más largos, que son sobre compensadas mediante mayores niveles de rendimiento. El Boden 2012 y el Boden 2013 tienen paridades del orden del 55%, en tanto la del AM11 es inferior puesto que se ubica en aproximadamente un 42%.

Cuadro II. Paridades de bonos denominados en dólares



**5. Conclusiones**

En el último tiempo se incrementó el interés de los inversores por los bonos argentinos denominados en dólares, dados sus niveles de repago y la tendencia hacia la depreciación del peso argentino. Ello impulsó una mayor demanda de títulos cortos emitidos en dicha moneda, como el RG12 y el RA13.

Si se analizan los bonos argentinos denominados en dólares, puede observarse que los repagos y los rendimientos se presentan más atractivos en el RG12, el RA13 y el AM11. Sin embargo, dentro de estos tres activos, el AM11 posee una TIR muy superior a la de los demás bonos emitidos en igual moneda y ofrece un retorno total mayor para diferentes escenarios de tasas. De todas formas, cabe mencionar que el repago de este último bono es inferior al del RG12 y al del Boden 2013, lo cual probablemente permite que exista un desarbitraje del Bonar V (AM 11).

En síntesis, la relación riesgo-beneficio parecería adecuada para cualquiera de los tres bonos mencionados (RA13, RG12 y AM11): el RA13 es el primero que corta un cupón

significativo pero posee una TIR menor a la de los otros dos bonos; el RG12 cuenta con un rendimiento superior al del Boden 2013 pero un retorno total y una paridad menos ventajosas que el AM11; y el Bonar V brinda ventajas de paridad respecto de los otros dos bonos y ofrece un retorno total superior al de ambos títulos, pero cuenta con un repago inferior al de éstos. Es decir, que si bien existen razones para la selección de alguno de estos tres activos, la preferencia del inversor por las variables de repago, retorno total y paridad, es difícil de predecir en el corto plazo.