

# INFORME SOBRE BONOS

MARZO, 2009

1. INTRODUCCIÓN	2
2. ANÁLISIS COMPARATIVO DE BONOS	2
I. EVALUACIÓN DE REPAGOS Y PARIDADES	2
II. ESTUDIO DE RENDIMIENTOS	4
3. CONCLUSIONES	5

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

**Introducción**

El presente informe evalúa –para bonos denominados en dólares, indexados por CER y emitidos en pesos a tasa fija- los repagos, los rendimientos, las paridades actuales y las que quedarían sobre la inversión remanente y el valor de rescate proyectados al 31/12/2009.

Por último, es importante señalar que los precios de los bonos, el CER y el tipo de cambio \$ / USD utilizados para el análisis corresponden al día 09/03/2009. Asimismo, cabe aclarar que se efectuaron proyecciones de CER estimando una inflación mensual promedio del 0,60%.

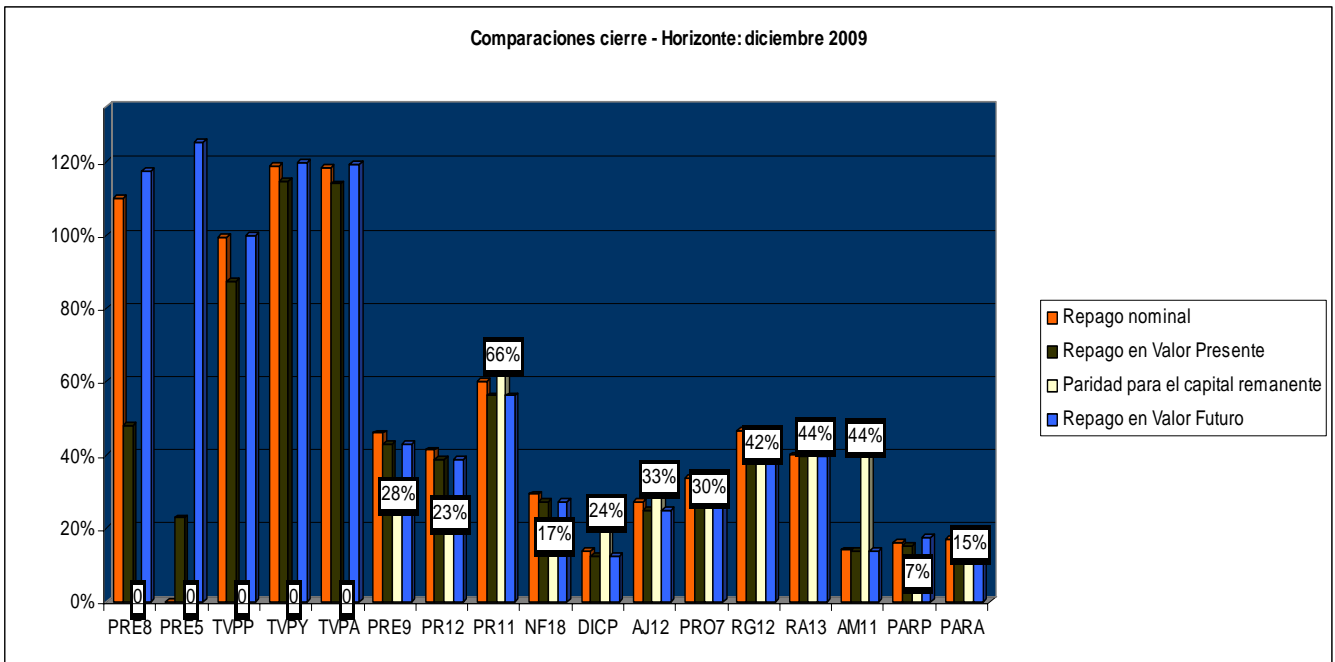
**Análisis comparativo de bonos**

*1. Evaluación de repagos y paridades*

El siguiente gráfico resume de manera comparativa los repagos ofrecidos por distintos títulos públicos argentinos durante el año 2009, expresados en valor presente, futuro y nominal. Para ello, se tomaron en cuenta tasas nominales anuales del 18% en pesos y del 5% en dólares, representando ambos valores tasas pagadas por plazos fijos a un año. Para el caso del tipo de interés en dólares, éste es orientativo puesto que el mercado respectivo no es muy fluido en la actualidad.

A su vez, el Cuadro I también expone la paridad que le quedaría al inversor sobre el capital invertido remanente al 31/12/2009. Esto significa –para cada caso- la relación entre el precio nominal del bono capitalizado al 31/12/2009 menos los cupones cobrados y capitalizados desde las fechas de corte, sobre el valor de rescate del título proyectado para fin de este año.

Cuadro I. Evaluación de repagos y paridades sobre capitales remanentes al 31/12/2009



Fuente: Elaboración propia.

Tal como puedo observarse, los bonos pares emitidos en pesos y en dólares ofrecen las menores paridades sobre el capital remanente, en tanto los cupones atados al producto bruto y denominados en dólares (cerca de 119%), el PR11 (60%) y el RG12 (47%) brindan los recuperos más significativos.

Respecto de las mejores combinaciones de mayor recupero – menor paridad sobre el capital invertido remanente, puede observarse que dentro de los bonos en pesos se destacan el PRE9 (46% / 28%) y el PR12 (41% / 23%), mientras que entre los títulos denominados en dólares presentan ventajas comparativas el RG12 (47% / 42%) y el RA13 (40% / 44%).

Por otro lado, el siguiente cuadro efectúa una comparación entre diferentes bonos permitiendo observar distintos valores utilizados para la confección del gráfico anterior. Es oportuno 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 y futuros.
- *Flujo en valor presente*: es el valor presente -descontado al 18% anual para los bonos denominados en pesos y al 5% 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.
- *Flujos en valor futuro*: es el valor futuro -capitalizado al 18% anual para los bonos denominados en pesos y al 5% 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%.

- *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 (pago\*CER actual / 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 capitalizado al 31/12/2009:* es el precio por cada 100 nominales del bono, capitalizado al 18% anual para títulos en pesos y al 5% para los denominados en dólares, hasta el 31/12/2009.
- *Precio neto de recuperos:* es el precio por cada 100 nominales capitalizado hasta el 31/12/2009, menos los flujos en valor futuro (capitalizados hasta la misma fecha) que se pagarían hasta el 31/12/2009 para cada bono. Representa la suma nominal del precio expresada en valor futuro y 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%.

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 técnico 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.

Cuadro II. Comparación de bonos

Fecha de análisis		09/03/2009																	
Bonos	Moneda	TIIEA (en%)	Duración	Paridad (en%)	Valor residual	Precio por 100 nominales	Flujos a cobrar hasta 31/12/2009						Cupones		Proyección para el 31/12/2009				
							Flujo en valor presente	Reso relativo sobre el precio	Flujo nominal	Reso relativo sobre el precio	Flujo en valor futuro	Reso relativo sobre el precio	Amortización intereses ajustada por CER	Recupero mensual inicial	Precio capitalizado al 31/12/2009	Precio neto de recuperos	Valor de rescate proyectado al 31/12/2009	Paridad para el resto de la inversión	
PRE9	\$	637	1,7	38,87	85,15%	54,71	23,55	43%	25,14	46%	26,95	43%	2,46	45%	62,61	35,64	125,64	28%	
PR12	\$	653	1,9	31,01	68,08%	51,05	19,78	39%	21,13	41%	22,65	39%	2,31	45%	58,42	35,79	155,43	23%	
PR11	\$	390	0,79	77,63	19,23%	33,42	18,75	59%	20,03	60%	21,45	59%	2,19	66%	38,24	16,79	25,41	69%	
NP18	\$	602	2,7	20,78	80,40%	37,79	10,34	27%	11,03	29%	11,83	27%	1,21	32%	43,24	31,40	184,51	17%	
DICP	\$	221	6,7	26,13	100,00%	47,00	5,84	12%	6,41	14%	6,65	12%	-	-	53,78	47,03	198,23	24%	
AJ12	\$	620	2,4	37,52	100,00%	38,50	9,66	25%	10,50	27%	11,05	25%	-	-	44,05	33,00	100,55	33%	
PRO7	\$	516	2,1	34,24	68,08%	27,23	8,60	32%	9,18	34%	9,84	32%	-	38%	31,16	21,31	70,65	30%	
RG12	USD	488	1,5	56,55	50,00%	28,35	13,02	46%	13,28	47%	13,54	46%	-	-	29,50	15,95	37,85	42%	
RA13	USD	441	1,5	56,23	62,50%	35,53	14,07	40%	14,19	40%	14,64	40%	-	-	36,97	22,33	50,25	44%	
AM11	USD	582	1,8	48,45	100,00%	50,00	6,90	14%	7,00	14%	7,18	14%	-	-	52,02	44,85	101,81	44%	

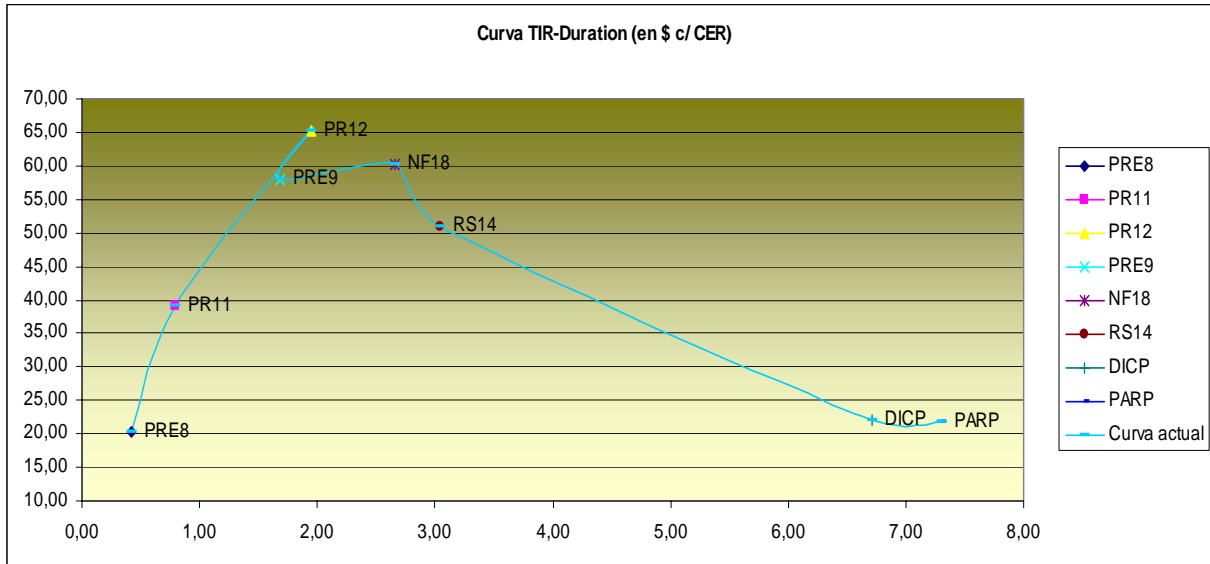
Fuente: Elaboración propia.

II. Estudio de rendimientos

En materia de arbitrajes, es interesante analizar la situación de las curvas de rendimientos en pesos y en dólares para distintos activos de renta fija.

Para el caso de los bonos denominados en pesos e indexados por inflación, el PRE9, PR12 y NF18 se presentan como títulos cortos con los mayores rendimientos, ubicándose éstos entre los niveles del 60-65%.

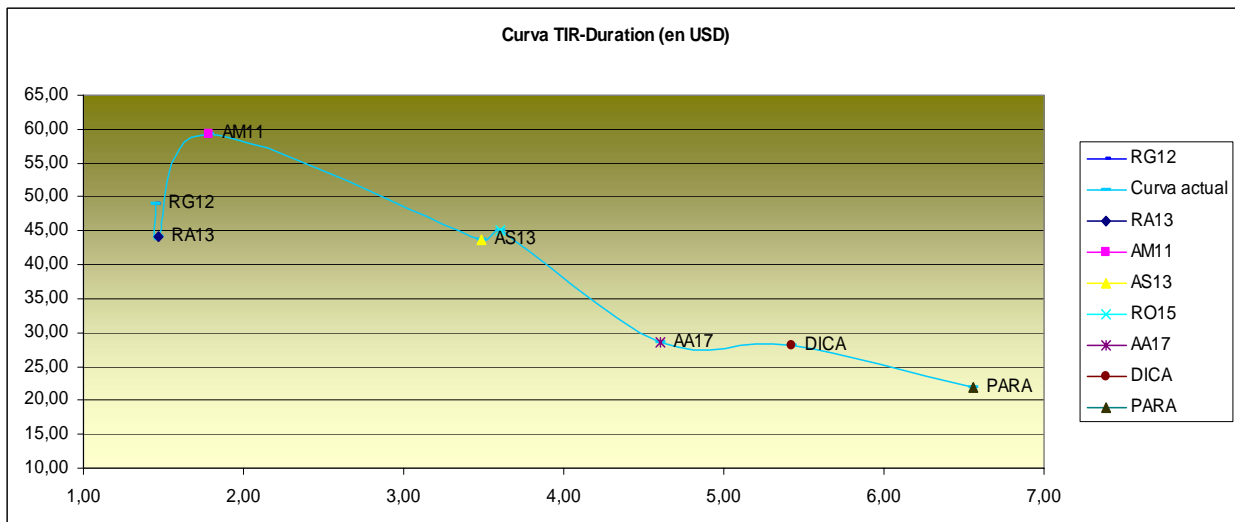
Cuadro III. Curva de rendimientos en pesos ajustada por CER



Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a los bonos emitidos en dólares, el AM11 (58%), el RG12 (49%) y el RA13 (43%) presentan los mayores niveles de rendimientos y se caracterizan por ser títulos de corta duration.

Cuadro IV. Curva de rendimientos en dólares



Fuente: Elaboración propia.

Conclusiones

Aún dentro de los activos que presentan ventajas comparativas en términos de rendimientos, paridades o repagos, existen distintas alternativas de inversión que pueden presentar un mayor o un menor atractivo dependiendo de las preferencias y expectativas de un inversor.

Entre los instrumentos denominados en pesos, el PR12 y el PRE9 presentan algún desarbitraje respecto de la curva de rendimientos, ofrecen repagos nominales superiores al 40% para el conjunto de meses que restan de 2009, y tienen paridades inferiores al 30% sobre el capital remanente al 31/12/2009 (cerca de 28% el PRE9 y 23% el PR12).

Dentro de los bonos emitidos en dólares, el RG12 y el RA13 cuentan con recuperos del 47-40% para el 2009, tienen rendimientos elevados si se los compara con otros títulos denominados en igual moneda, y la paridad sobre el capital remanente al 31/12/2009 es del orden del 42-44% respectivamente.

Respecto de los cupones atados al producto bruto, el TVPA y TVPY muestran ventajas comparativas respecto del TVPP ya que ofrecen un repago significativamente superior y en dólares.

Cabe adicionar que como continúa la tendencia hacia la depreciación del peso, los títulos denominados en dólares cuentan con una ventaja adicional al realizar pagos en moneda dura. En base a este último aspecto parecería interesante ponderar en la toma de decisiones los atractivos del RG12, el RA13 y el TVPA / TVPY. En el caso de los bonos emitidos en pesos, deben priorizarse el PR12 y el PRE9 puesto que tienen paridades relativamente bajas sobre el capital a recuperar desde el 31/12/2009.