

INFORME SOBRE FLUJOS DE CORTO PLAZO DE TÍTULOS PÚBLICOS ARGENTINOS

OCTUBRE, 2008

1. INTRODUCCIÓN	2
2. ANÁLISIS DE FLUJOS DE CORTO PLAZO DE TÍTULOS PÚBLICOS NACIONALES	2
3. CONCLUSIÓN	4

Analista: Alejandro Vinitzky
avinitzky@maxinver.com

Introducción

Durante las últimas semanas se verificaron caídas significativas en las cotizaciones de los bonos argentinos.

Frente al mencionado escenario, resulta interesante analizar los períodos de recupero potenciales en el mercado de renta fija local. Por ende, el siguiente informe presenta un análisis de distintos títulos públicos argentinos.

Cabe señalar que el estudio realizado considera los flujos a pagar por dichos activos hasta el 31/12/2009, y se basa en precios correspondientes al 27/10/2008.

Análisis de flujos de corto plazo de títulos públicos nacionales

Para facilitar el estudio, se segmentaron los títulos denominados en pesos de los emitidos en dólares. Asimismo, se consideraron los siguientes puntos:

- a. Un tipo de cambio de \$ / USD de 3,30.
- b. Una inflación mensual proyectada del 0,60%.
- c. El análisis toma en cuenta los flujos que tienen lugar hasta el 31/12/2009, con el objetivo de evaluar los pagos a realizar por los activos estudiados durante el corto plazo.

Respecto de los bonos denominados en pesos, se efectuaron los siguientes cálculos para obtener los valores presentados en las tablas incluidas en el informe:

- *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 de mercado*: es la cotización del bono en el mercado.
- *Valor residual*: proporción de capital aún no amortizada.
- *Precio por cada 100 nominales*: se obtiene multiplicando el precio en el mercado de valores del bono por el valor residual del mismo.
- *Flujo en valor presente*: es el valor presente -descontado al 30% anual- de la suma de los pagos ajustados a realizar por el bono en concepto de amortización de capital y cupones de interés, hasta el 31/12/2009. Para ambos conceptos, los primeros flujos ajustados a pagar por el bono se obtuvieron de la siguiente forma:

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

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 sobre el precio del bono por cada 100 nominales.

- *Amortización e intereses*: surge de sumar el primer pago de amortización capital ajustado y el primer cupón de intereses ajustados que se recibirá si se compra el bono hoy. Para ajustar ambos pagos se utilizó 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).
- *Meses para recuperar la inversión*: se obtiene dividiendo el precio por cada 100 nominales sobre los primeros pagos de “*Amortización e intereses*” a recibir.

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

Cuadro I. Bonos denominados en pesos

Datos al 27/10/2008

Bonos	Moneda	Datos						Flujos a cobrar hasta 31/12/2009		Cupones ajustados por CER		Meses para recuperar la inversión (en base al primer cupón)
		TIREA	Duration	Paridad (en %)	Precio de mercado	Valor Residual	Precio por 100 nominales	Flujo en valor presente	Peso relativo sobre el precio	Amortización e intereses	Recupero mensual inicial	
PRE9	\$	71,2	1,7	34,00	55,00	90,55%	49,80	29,87	60%	2,42	4,9%	20,6
PR12	\$	70,5	1,9	29,00	68,00	72,28%	49,15	28,20	57%	2,26	4,6%	21,7
PR11	\$	72,8	0,9	62,00	135,00	24,00%	32,40	27,03	83%	2,17	6,7%	14,9
NF18	\$	56,2	2,8	21,00	47,00	82,40%	38,73	14,88	38%	1,19	3,1%	32,5
PREB	\$	118,2	0,5	66,00	156,00	31,36%	48,92	63,00	129%	5,05	10,3%	9,7
DICP	\$	22,2	6,8	26,00	45,00	100,00%	45,00	7,96	18%	-	-	-
PRO7	\$	45,9	2,3	36,00	42,00	72,28%	30,36	28,22	93%	2,25	7,4%	13,5

CER al 27/10/08	2,1954
Tasa de descuento	30%

En cuanto a los títulos denominados en dólares, la siguiente tabla resume los principales aspectos a tomar en cuenta. Cabe señalar que para estos casos –a diferencia de los bonos emitidos en pesos- dada la naturaleza de estos activos no se efectuaron indexaciones por CER, y no se calculó un recupero mensual puesto que los pagos de intereses efectuados por estos bonos no responden a dicha frecuencia.

Cuadro II. Bonos denominados en USD

Datos al 27/10/2008

Bonos	Moneda	Datos				Flujos a cobrar hasta 31/12/2009	
		TIREA	Duration	Paridad (en %)	Precio por 100 nominales	Flujo en valor presente	Peso relativo sobre el precio
RG12	USD	75,4	1,6	39,00	19,39	11,58	60%
AJ12	USD	77,7	2,3	29,00	30,00	14,09	47%
RA13	USD	66,1	1,6	40,00	25,38	12,82	51%
AM11	USD	92,6	2,1	28,00	28,18	5,89	21%

Tasa de descuento	30%
-------------------	-----

Conclusión

Dentro de un escenario que, prácticamente, implica que los inversores estiman una probabilidad alta de no cumplimiento de las condiciones de emisión de los bonos locales, es entonces fundamental comenzar a analizar paridades y repagos de títulos en lugar de focalizarse única y exclusivamente en las variables de TIR y duration.

En ese sentido es importante establecer probabilidades de no cumplimiento eventual y, además, es muy significativo el timing.

En nuestra opinión, sería realmente muy difícil que se presenten condiciones que hagan conveniente no cumplir con las condiciones de emisión de los títulos. Sin embargo, hay oportunidades en algunos bonos que cubrirían un gran porcentaje de pérdidas potenciales, aún en un escenario de este tipo.

Sobre esa base se presentan y se presentarán en el futuro una amplia gama de alternativas de arbitraje, con el objetivo primordial de mejorar sensiblemente la relación riesgo-beneficio. Obviamente, se debe analizar cartera por cartera para implementar la mejor alternativa.