

INFORME SOBRE BONOS DENOMINADOS EN USD

ABRIL, 2009

1. INTRODUCCIÓN	2
2. ANÁLISIS COMPARATIVO DE BONOS	2
A. ESCENARIO 1	2
B. ESCENARIO 2	3
3. CONCLUSIONES	4

Analista: Alejandro Vinitzky
avinitzky@maxinver.com

Introducción

El presente informe evalúa –dentro de los bonos argentinos denominados en dólares- el potencial de distintos títulos ante diferentes escenarios de tasas, y las paridades que tendrían tales activos al 01/11/2009 en dichas situaciones.

Es importante señalar que los precios de los bonos y el tipo de cambio \$ / USD utilizados para el análisis corresponden al día 01/04/2009. Asimismo, se seleccionó como fecha de corte del estudio el 01/11/2009 ya que para ese momento los bonos denominados en dólares van a haber cobrado en su mayoría los cupones de capital e intereses que se pagarían en 2009, y debido a que en ese momento habrían transcurrido algunos meses como para estimar algún reordenamiento del escenario local e internacional.

Análisis comparativo de bonos

Una revisión de la situación financiera del sector público nacional realizada por Maxinver ha evaluado que –en principio- no existirían dificultades insalvables de orden financiero para afrontar los vencimientos de capital e intereses correspondientes al plazo remanente de 2009. Sobre la base de este punto y proyectando algún grado de mejora en el mercado de renta fija local, es interesante analizar dos escenarios alternativos de fluctuaciones en los rendimientos de bonos argentinos denominados en dólares.

Obviamente, estas proyecciones presuponen una mejora en las perspectivas futuras de la situación internacional y un manejo mucho más ortodoxo –una desaceleración fuerte del gasto público- en la economía argentina. Le otorgamos entre un 60 y un 70% de probabilidad a avances en el sentido mencionado.

A. Escenario 1

El primer escenario supone básicamente dos cuestiones: a) una reducción significativa en los rendimientos de los títulos públicos, ante algún reordenamiento de las condiciones del mercado local y una menor incertidumbre a nivel externo, y b) un cambio en la forma de la curva de rendimientos de bonos argentinos en dólares, proyectando que la misma deje de estar invertida para adoptar un comportamiento más similar al tradicional: mayores rendimientos para tramos medianos que para títulos cortos.

Tomando en cuenta tales aspectos, a continuación se expone un cuadro que sintetiza el potencial que ofrecería cada bono analizado ante el escenario de tasas mencionado. Es oportuno aclarar el significado de cada variable incluida en el cuadro adjunto así como su modo de cálculo:

- *Bono*: es el código con el que cada título público es identificado en el mercado de valores.
- *Precio en USD*: es el precio por cada 100 nominales del bono al día 01/04/2009, y capitalizado al 5% hasta el 01/11/2009.
- *TIR actual*: es la tasa interna de retorno que posee el instrumento analizado al 01/04/2009.
- *Capital remanente*: es la proporción de capital aún no amortizada por el bono al 01/04/2009.
- *Cupones a cobrar hasta el 01/11/2009*: es el valor futuro -capitalizado al 5% anual- de la suma de los pagos a realizar por el título en concepto de amortización de capital y cupones de interés hasta el 01/11/2009.
- *Precio neto de recuperos*: es el precio por cada 100 nominales capitalizado hasta el 01/11/2009, menos los flujos en valor futuro (capitalizados hasta la misma fecha) que se pagarían hasta el 01/11/2009 para cada bono.

Representa la suma nominal del precio expresada en valor futuro y aún no recuperada por el inversor.

- *TIR proyectada*: es el rendimiento proyectado para cada bono dentro del marco del escenario estimado al 01/11/2009. Los valores reflejados en el cuadro se han seleccionado en base a los supuestos de un cambio en la forma de la curva de rendimientos, impulsado por caídas relativas más importantes en el tramo corto de la curva respecto del mediano.
- *Capital remanente posterior*: es la proporción de capital aún no amortizada por el bono al 01/11/2009.
- *Precio a la TIR proyectada*: es el nuevo precio que tendría el bono en cuestión para el escenario de rendimientos estimado al 01/11/2009.
- *Paridad a la TIR proyectada*: es la paridad que tendría el título analizado ante el nuevo escenario de tasas al 01/11/2009.
- *Resultado*: se obtiene dividiendo el *Precio a la TIR proyectada*, sobre el *Precio neto de recuperos*, y mide el potencial de suba del bono debido a cambios en la tasa de descuento del mismo.

Cuadro I. Proyección del escenario 1

Bono	Precio en USD (1)	TIR actual	Capital remanente	Cupones a cobrar hasta el 01/11/2009 (2)	Precio neto de recuperos: (1) - (2)	Escenario 1 al 01/11/2009				
						TIR proyectada	Capital remanente posterior	Precio a la TIR proyectada (3)	Paridad a la TIR proyectada	Resultado: (3) / (2)
AM11	45,1	67%	100%	3,52	41,6	26%	100%	79,3	78%	91%
AS13	35,5	44%	100%	3,52	32,0	34%	100%	45,0	45%	41%
RO15	28,9	45%	100%	7,11	21,8	40%	100%	27,6	27%	27%
RA13	37,5	41%	62,5%	14,23	23,3	30%	50%	31,5	63%	35%
RG12	26,1	58%	50%	13,08	13,1	26%	37,5%	26,0	69%	99%

Fuente: Elaboración propia.

A partir del Cuadro I puede observarse que si el escenario local mejora y se verifican caídas relevantes en los rendimientos de los títulos públicos, entonces el RG12 presentaría el mayor potencial de suba (99%) para los bonos cortos, en tanto el AS13 contaría con el mayor margen de upside (41%) para los instrumentos de mediana duración.

B. Escenario 2

El escenario 2 supone un cambio en los rendimientos de la gran mayoría de los títulos, quedando la curva de rendimientos con un comportamiento plano, es decir, distinta de la actual forma invertida de la misma.

Cuadro II. Proyección del escenario 2

Bono	Precio en USD (1)	TIR actual	Capital remanente	Cupones a cobrar hasta el 01/11/2009 (2)	Precio neto de recuperos: (1) - (2)	Escenario 2 al 01/11/2009				
						TIR proyectada	Capital remanente posterior	Precio a la TIR proyectada (4)	Paridad a la TIR proyectada	Resultado: (4) / (2)
AM11	45,1	67%	100%	3,52	41,6	45%	100%	64,0	64%	54%
AS13	35,5	44%	100%	3,52	32,0	45%	100%	34,0	34%	6%
RO15	28,9	45%	100%	7,11	21,8	45%	100%	23,7	24%	9%
RA13	37,5	41%	62,5%	14,23	23,3	45%	50%	25,9	52%	11%
RG12	26,1	58%	50%	13,08	13,1	45%	37,5%	20,3	54%	55%

Fuente: Elaboración propia.

Ante un escenario como el 2, el RG12 contaría con un potencial de suba similar al del AM11 pero con una paridad a la TIR proyectada inferior al del Bonar V. Dentro de los bonos de

mediana duración, el RO15 presentaría ventajas comparativas en términos de margen de upside (9%) y paridad.

Conclusiones

Bajo los escenarios planteados, el Boden 2012 presenta el mayor potencial de suba dentro de los títulos cortos. Respecto de los bonos de mediana duración, el AS13 ofrece un margen de upside superior al del RO15 (pero con el riesgo de una mayor paridad) ante un escenario de reducción de tasas y una curva ascendente, en tanto frente a un aplanamiento de la curva de rendimientos el Boden 2015 presenta ventajas comparativas en términos de suba potencial de precio y menor paridad.