

INFORME DE MERCADOS...

Paula Premrou
DIRECTORA DE PORTFOLIO PERSONAL
ppremrou@portfoliopersonal.com

Sabrina Corujo
JEFA DE RESEARCH
scorujo@portfoliopersonal.com

Florencia Mosteirín
ANALISTA
fmosteirin@portfoliopersonal.com

Humberto Sola
ANALISTA
hsola@portfoliopersonal.com

FINANCIAMIENTO 2011: PRACTICAMENTE CERRADO

28 DE SEPTIEMBRE

En conjunción a un marco externo más tranquilo, las últimas noticias en el frente financiero local favorecieron un nuevo rally en los títulos públicos, que permitió incluso extender las ganancias de julio en donde los bonos habían logrado capitalizar positivamente el resultado de la reapertura del canje. De esta forma, las ganancias acumuladas en lo que va del II semestre del año se ubican en el 35% en promedio para los de pesos y en el 11% para los de dólares. Ahora bien, la pregunta en este marco, debe ser si aún hay espacio para potenciales alzas. Y, en principio, nuestra respuesta es positiva.

Por un lado, el proceso de desendeudamiento que se ha llevado a cabo en los últimos años permite hoy mostrar un ratio deuda sobre PBI del 48.6%, muy por debajo del 166.4% que llegó a observarse en 2002 y del 73.9% del 2005. También mejoró el pago de servicios sobre el producto. Al II trimestre del año, el ratio alcanza un nivel del 9.5%, presentando una mejora casi constante desde el 2001 cuando ascendía al 15.3% e incluso al 2005 que era del 11.9%. A la vez, que cerca del 50% de la deuda básicamente el Estado se la debe "asimismo" y lógicamente no existiría problemas en refinanciarla a cada vencimiento. Estamos hablando de deudas con agencias del sector público con el BCRA, FGS del ANSES, y Banco Nación, entre otros.

Centrados en el 2011, por ejemplo, se calcula que el total de vencimientos es de unos USD 16.371 millones y cae a USD 11.990 millones si se neta de la deuda intrasector-público. Y la realidad es que el camino para financiarlo luce hoy prácticamente despejado. Un cálculo conservador de un superávit del 1% sobre el PBI, más un potencial incremento en los adelantos transitorios del BCRA y la reciente propuesta del Fondo del Desendeudamiento II, cerrarían sin mayor presión el Programa del próximo año. Un marco que es justamente el que permite al Gobierno afirmar que no está apurado en colocar deuda en el mercado de capitales.

De hecho, lo mencionado anteriormente y un nivel de rendimientos -medido por riesgo país y la comparación con otros países de la región- que sigue siendo alto, hace que desde nuestra visión continúe vigente el objetivo de una reducción adicional a niveles de 500 puntos básicos de riesgo país, aunque el camino será gradual y dependerá más de lo político que lo económico. El posicionamiento dependerá, no obstante, del grado de aversión al riesgo del inversor. Para un perfil conservador seguimos viendo interesante el tramo corto de la curva en dólares. Mientras que para un perfil más moderado recomendamos estirar los vencimientos y situarse en la parte media de la curva en ambas monedas. A la vez que para posturas más agresivas, claramente, la parte más larga de las curvas.

UN ANALISIS SOBRE EL FINANCIAMIENTO Y SU IMPACTO EN EL MERCADO DE BONOS

En conjunción a un marco externo más tranquilo, las últimas noticias en el frente financiero local favorecieron nuevo rally en los títulos públicos, que permitió así extender las ganancias de julio en donde los bonos habían logrado capitalizar positivamente el resultado de la reapertura del canje de la deuda en default. De esta forma, las ganancias acumuladas en lo que va del II semestre del año se ubican en el 35% en promedio para los de pesos y en el 11% para los de dólares. Mientras que asciende a niveles de entre 40% y 50% para las unidades atadas al crecimiento. De hecho, este último comportamiento permitió compensar unos primeros seis meses más complicados explicado tanto por temas propios (la salida de Redrado del BCRA) y externos (la crisis europea). Así en el año las ganancias acumuladas promedio de los bonos en pesos alcanza el 27.5% y de los de dólares el 5.5%, a la vez que las unidades se disparan hasta 126%.

Período	TVPA	TVPP	Bonos en \$	Bonos en USD
Acum 2009	248,9%	104,1%	147,5%	135,4%
E ne-10	-12,5%	-2,8%	-6,5%	-7,2%
Feb-10	-1,5%	9,5%	-5,1%	-3,4%
Mar-10	40,2%	34,3%	12,1%	9,7%
Abr-10	-1,9%	8,1%	0,0%	-0,6%
May-10	-7,3%	-7,0%	-7,8%	-6,8%
Jun-10	11,7%	9,9%	3,9%	4,3%
Jul-10	25,6%	24,1%	11,3%	7,6%
Ago-10	0,2%	-1,4%	10,4%	0,3%
Sep-10	17,6%	17,3%	5,9%	3,3%
Acum 2010	81,7%	126,7%	27,5%	5,5%

Si miramos por tramo de la curva, en ambas monedas, en lo que va del año el tramo largo es el de mayor suba tal como se observa en los cuadros adjuntos. Allí los de pesos ajustables -que han acelerado el alza también influenciados positivamente por el cambio en el Programa Monetario que quita presión sobre el tipo de cambio - acumulan ganancias de entre 30% y poco más del 45%, y los de dólares de hasta 16%.

Período	PRE 8	PR 11	PRE 9	Boden 2014	PR12	NF 18	PR13	DICP	PARP	CUAP	Bonos en \$
Acum 2009	22,8%	50,6%	158,3%	230,7%	191,1%	208,8%	349,3%	105,0%	178,6%	-20,0%	147,5%
E ne-10	0,0%	1,1%	-4,4%	-6,4%	-4,0%	-7,2%	-5,6%	-9,7%	-5,1%	-16,7%	-6,5%
Feb-10	0,0%	1,1%	4,5%	-5,6%	-2,3%	-8,8%	-7,7%	-13,1%	-11,1%	-2,5%	-5,1%
Mar-10	0,0%	1,5%	3,8%	13,8%	9,1%	19,2%	11,5%	23,1%	16,7%	10,3%	12,1%
Abr-10	0,0%	0,9%	1,7%	0,6%	0,6%	0,0%	2,8%	-4,3%	-5,1%	3,3%	0,0%
May-10	0,0%	0,7%	-3,8%	-4,7%	-4,3%	-6,9%	-12,3%	-12,5%	-10,3%	-15,8%	-7,8%
Jun-10	0,0%	1,6%	1,0%	5,9%	1,2%	2,6%	6,2%	4,4%	7,4%	5,0%	3,9%
Jul-10	0,0%	0,4%	7,4%	11,0%	10,3%	13,6%	14,1%	22,6%	14,1%	8,3%	11,3%
Ago-10	0,0%	1,2%	2,8%	4,0%	3,2%	5,5%	10,9%	14,1%	26,9%	25,3%	10,4%
Sep-10	0,0%	1,3%	2,0%	3,6%	4,4%	6,0%	11,1%	17,0%	17,8%	21,1%	5,9%
Acum 2010	0,0%	10,2%	15,5%	22,0%	18,5%	22,4%	28,9%	38,0%	48,7%	43,8%	27,5%

Período	Boden 2012	Boden 2013	Boden 2015	Bonar V	Bonar VII	Bonar X	DICA	DICY	PARA	PARY	Bonos en USD
Acum 2009	88,4%	86,5%	199,9%	149,5%	170,9%	167,3%	166,7%	130,8%	99,6%	94,4%	135,4%
E ne-10	-5,9%	-4,4%	-8,6%	-2,5%	-5,0%	-7,8%	-14,2%	-8,2%	-11,4%	-3,9%	-7,2%
Feb-10	0,5%	0,0%	-5,0%	-0,4%	-5,2%	-7,7%	-3,5%	-4,5%	-2,6%	-5,9%	-3,4%
Mar-10	3,9%	5,3%	10,0%	1,3%	6,7%	15,4%	16,4%	13,3%	11,3%	13,3%	9,7%
Abr-10	0,2%	-5,4%	-2,1%	0,2%	0,6%	-5,1%	1,4%	0,2%	-0,4%	4,7%	-0,6%
May-10	-3,2%	-5,8%	-7,9%	-1,1%	-2,8%	-10,2%	-9,9%	-12,4%	-9,7%	-5,5%	-6,8%
Jun-10	5,3%	9,0%	5,3%	2,7%	1,5%	6,7%	1,8%	1,0%	11,0%	-1,3%	4,3%
Jul-10	0,4%	4,3%	11,3%	2,1%	8,9%	10,0%	10,0%	16,7%	5,7%	7,0%	7,6%
Ago-10	-1,7%	-0,6%	-0,5%	0,5%	1,7%	-4,4%	2,1%	0,5%	4,5%	1,4%	0,3%
Sep-10	0,9%	1,7%	5,1%	-2,6%	-4,4%	3,7%	8,3%	4,7%	8,8%	7,2%	3,3%
Acum 2010	0,0%	2,9%	5,5%	0,1%	0,8%	-2,5%	9,0%	8,0%	15,3%	16,4%	5,5%

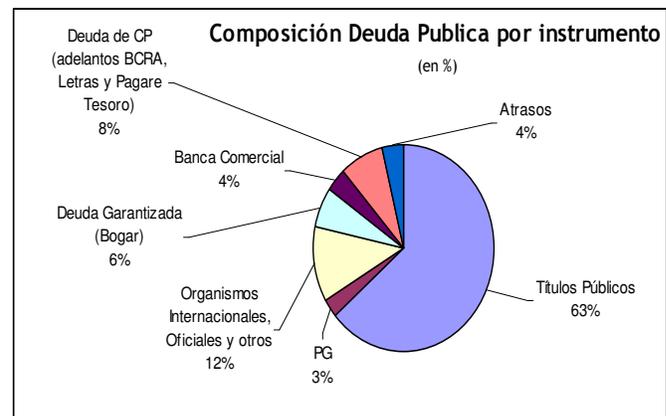
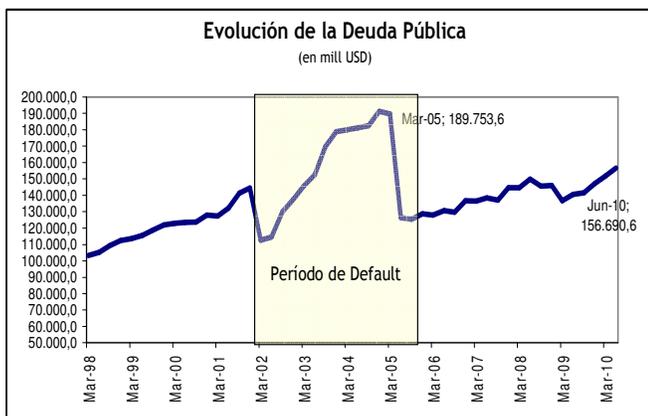
Ahora bien, si comenzamos a entrar en los drivers propios que justamente permitieron convalidar esta reacción sobresalen dos en las últimas semanas. El primero cuando, a mediados de mes, Standard & Poor's -la más reacia de las calificadoras para con Argentina- elevó la calificación de la deuda argentina a "B" con "perspectiva estable", desde "B-". El informe destacó que la decisión se tomó luego de mejoras en el perfil financiero del Gobierno, gracias a menores niveles de deuda y menores presiones de liquidez a corto plazo. No obstante, S&P no evitó igualmente mencionar algunas de las debilidades que aún se enfrentan. Advirtió, en este sentido, que las calificaciones del país siguen limitadas por la polarización del entorno económico y político, la falta de previsibilidad de las políticas gubernamentales y la elevada inflación. Algo último claramente atado a los crecientes problemas, que la misma calificadora, observa sobre las estadísticas.

Mientras que la segunda señal que se "priceo" positivamente es la inclusión en el proyecto del presupuesto 2011 de un Fondo del Desendeudamiento II. Es decir, el uso de reservas para el pago de los vencimientos del próximo año con reservas internacionales, por unos USD 7.500 millones.

Ahora bien, la pregunta debe ser ¿cuál es la interpretación real que debe hacer el mercado sobre ambos temas? Y esto implica explicar y poner en contexto la foto actual y el perfil de la deuda pública en comparación a la historia, y a los otros países...

Fuerte reducción en el peso de la deuda

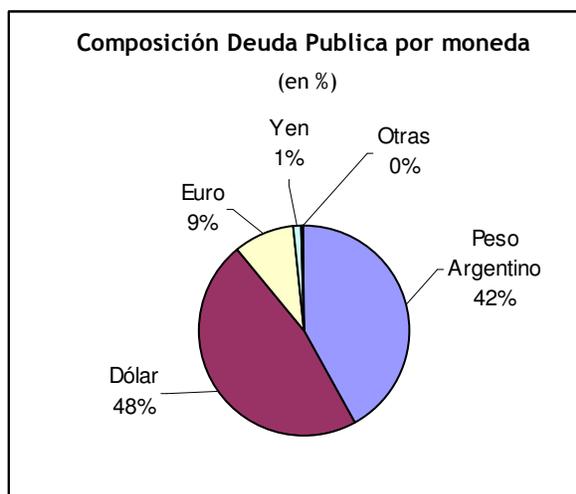
Según los últimos datos publicados, por el Ministerio de Economía, el stock de la deuda pública ascendía en junio pasado a niveles de USD 156.691 millones. Este monto contempla la letra intransferible colocada al BCRA por unos cerca de USD 6.560 millones consecuencia del Fondo de Desendeudamiento creado a principios de este año, como también la emisión de los títulos del canje 2010 -sólo por ahora la presentación temprana (o mayorista)- por poco más de USD 4.000 millones.



Recordemos que el monto elegible para el canje fue de USD 18.300 millones y la adhesión alcanzó el 67%, con lo que sumado a la aceptación del 2005, el monto regularizado fue del orden del 91%. Por la última operación, puntualmente, se terminarán emitiendo en total unos USD 7.179 millones: USD 1921 millones en Par; USD 4309 millones en Descuento; unos USD 949 millones en Globales 2017; y por cada unidad de deuda elegible ingresado se entregó un cupón PBI (tenemos presente, no obstante, que los cupones no se consideran dentro del stock de deuda).

Ahora bien, entrando ya en la composición y su peso sobre el PBI, se deben destacar en principio algunos puntos:

- ✓ El proceso de desendeudamiento que se ha llevado a cabo en los últimos años se refleja en ratio deuda sobre PBI. Este se ubica en el 48.6%, muy por debajo del 166.4% que llegó a observarse en 2002 y del 73.9% del 2005.
- ✓ También mejoró el pago de servicios (interés + capital) sobre el producto. Al II trimestre del año, el ratio alcanza un nivel del 9.5%, presentando una mejora casi constante desde el 2001 cuando ascendía al 15.3% e incluso al 2005 que era del 11.9%.
- ✓ Cerca del 50% de la deuda básicamente el Estado se la debe “asimismo” y lógicamente no existiría problemas en refinanciarla a cada vencimiento. Estamos hablando de deudas con agencias del sector público con el BCRA, FGS del ANSES, y Banco Nación, entre otros. Por fuera de esto, un poco más del 35% del total responde al sector privado, un 11% a organismos multilaterales y bilaterales.
- ✓ También se ha modificado en el último tiempo la composición por moneda ganando una mayor diversificación. Hoy, la foto muestra 47% en dólares; el 24% en pesos ajustable por CER; 18% en pesos; 9% en euros; y 2% otros. En 2005, en cambio, la participación es 41.5% ajustable por CER y 51.4% en moneda extranjera.
- ✓ La vida promedio de la deuda se mantiene arriba de los 10 años. Según los últimos datos es de 11.1 años, levemente por debajo de lo 12.5 años promedio del 2005-2006, pero mayor a los 7.6 años del 2000. Sobre el total de la deuda regularizada, un 22% vence entre este año y el 2012; un 39% ente 2013 y 2019; mientras que el restante otro 39% lo hace a partir del 2020.



Deuda por tipo de tasa	Monto	Pond.
Total	156.690,5	
En pesos	65.670,5	41,9%
Deuda No Ajustable por CER	28.075,5	42,8%
- Tasa Fija	1.474,5	5,3%
- Tasa Cero	10.558,6	37,6%
- Tasa Variable	16.042,2	57,1%
Deuda Ajustable por CER	37.595,0	57,2%
- Tasa fija	37.595,0	100,0%
Moneda Extranjera	91.020,0	58,1%
- Tasa Fija	56.201,9	61,7%
- Tasa Cero	749,3	0,8%
- Tasa Variable	34.069,6	37,4%
Tasa Libo	16.481,6	48,4%
Otras tasas variables	17.586,9	51,6%

Vida promedio de la deuda	En años
Títulos Públicos y Letras	13,9
Total Préstamos	5,4
- Organismos Internacionales	7,3
- Organismos Oficiales	3,9
- PG	10,1
- Bogar	4,9
- Banco Comercial	5,2
- Otros Acreedores	3,3

Tasa promedio por Inst.	En % anual
Títulos Públicos y Letras	
- Bonos en moneda nacional con CEI	3,7%
- Bonos en moneda nacional sin CER	12,4%
- Boden en dólares	3,5%
- Bonos y letras emitidos en dólares	3,7%
- Bonos emitidos en euros	4,9%
- Bonos emitidos en yenes	1,6%
Préstamos Garantizados	4,9%
Organismos Internacionales	3,3%
Organismos Oficiales	3,3%
Banca Comercial y Otros acreedores	8,8%
Deuda Garantizada -Bogar	2,0%

Fuente: PP en base a Mecon

Perfil de vencimientos sin grandes presiones

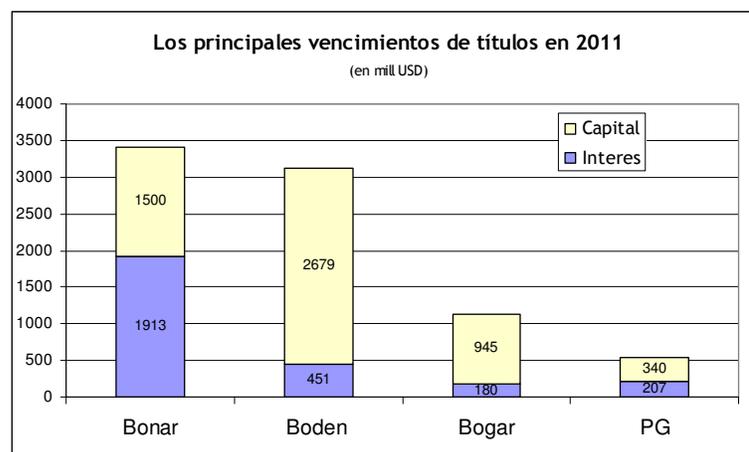
Puntualmente, en los próximos años (2011-2012), las necesidades financieras ascienden a poco menos de USD 30.500 millones. Aunque si, estos se netean de los vencimientos contraídos con organismos públicos (BCRA y FGS, en particular), las necesidades cae un 23% a unos USD 23.130 millones. En términos del PBI, estos compromisos representan menos del 3%. Mientras que incluso, y como se observa en el cuadro siguiente, su peso va cediendo cayendo abajo del 1.5% desde el 2016.

Centrados en el 2011, el total de vencimientos es de unos USD 16.371 millones, que caen a USD 11.990 millones si no se mide la deuda intrasector-público. Se compone de unos poco menos de USD 6.000 millones en capital, y otros USD 6.000 millones en intereses y cupón PBI.

PERFIL DE VENCIMIENTOS (mill USD)									
Por concepto / Por año	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2018	2018	2019
Deuda GN	8.814	6.270	7.556	10.170	10.050	16.108	8.589	1.684	909
Intereses + Canje	5.311	515	5.006	4.638	4.170	3.204	2.736	2.476	2.521
Cupón PBI (incluye canje)	2.246	2.473	2.660	2.802	2.899	2.947	0	0	0
Necesidades Financieras	16.371	9.258	15.222	17.610	17.119	22.259	11.325	4.160	3.430
Deuda GN (neta de ref. automáticas y FGS)	5.931	4.937	5.761	6.814	7.735	2.675	7.103	1.637	868
Interes netos (excluye Intereses FGS)	4.206	4.171	3.923	3.585	3.208	2.499	2.132	1.923	1.943
Cupón PBI (Inc Canje, pero excluye cuponesCuasipar)	1.853	2.040	2.194	2.312	2.391	2.431	0	0	0
Servicios Netos	6.059	6.211	6.117	5.897	5.599	4.930	2.132	1.923	1.943
- Como % PBI	1,5%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%	0,8%	0,0%	0,3%	0,3%
Nec. Financieras Netas	11.990	11.148	11.878	12.711	13.334	7.605	9.235	3.560	2.811
- Como % PBI	2,9%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	1,3%	1,5%	0,5%	0,4%

Fuente: PP en base al Mecon - Vencimientos no incluyen deuda a un año con BCRA

Por títulos, durante el próximo año, los pagos más relevante de capital e intereses pasan por el Bonar (USD 3.413 millones, de los que USD 1.553 millones responden al pago del AM11); Boden (unos USD 2.231 millones explicado en un 70% por los compromisos del RG12); Bogar (unos USD 1.125 millones); y en menor medida por los Préstamos Garantizados (USD 547 millones).



La creación del Fondo II y el prácticamente cierre del financiamiento 2011

Bajo este marco, y con un Programa Financiero 2010 ya cerrado, la pregunta entonces se centra en el 2011 en donde la brecha de financiamiento terminara dependiendo en gran parte del superávit primario. Un cálculo más bien conservador de un superávit del 1% sobre el PBI nos da unos poco más de USD 4.000 millones, lo que restado a los compromisos ya mencionados (neto de refinanciaciones) lleva a necesidades por cerca de USD 8.000 millones.

Ahora bien, por un lado el potencial incremento en los adelantos transitorios del BCRA (hasta un tope del 12% de la base monetaria y un 10% de la recaudación de los últimos 12 meses), y por otro la reciente propuesta del Fondo del Desendeudamiento II, cerrarían sin mayor presión el Programa del próximo año. Este escenario, incluso, sin contar la posibilidad por parte de Boudou y su equipo de realizar canjes voluntarios que permitan estirar los plazos de vencimientos mediante un nuevo bono de títulos como el Bonar 2011 o Boden 2012.

Un marco que es justamente el que permite al Gobierno afirmar que no está apurado en colocar deuda en el mercado de capitales, o bien de decidir hacerlo sea quien fije las condiciones de salida (de tasa, monto o plazo).

PROGRAMA FINANCIERO 2011 ¿ESTA CERRADO? - En mill USD		
Por concepto/ por año	2011	2012
Supuesto: 1% del PBI		
Superavit Fiscal Primario	4.048,3	4441,2
Intereses Netos	4.206,0	4171
Excedente del Tesoro	-157,7	270,2
Amortizaciones netas (de refinanciaciones y FGS)	5.931,0	4937
Otros pagos netas (cupón PBI)	1.853,0	2040
Necesidades de Financiamiento	-7.941,7	-6.706,8
Fuentes de Financiamiento	10.166,0	2.652,0
BCRA	2.662,0	2652
Fondo del Desendeudamiento II	7.504,0	
Brecha de Financiamiento	2.224,3	-4.054,8

Fuente: PP en base a Mecon

Recordemos que esta vez la creación del nuevo Fondo 2011, con reservas del BCRA de libre disponibilidad, se incluyó en el proyecto de Presupuesto para el año próximo. Por ende, el Gobierno buscará en principio aprobarlo en con é mismo en medio de una discusión que no promete ser fácil. De no conseguirlo, no obstante, creemos que como lo hizo este año acudirá a un DNU aunque el monto a usar para este “programa de desendeudamiento” tal como lo califica el Gobierno es levemente superior y asciende a unos USD 7.500 millones.

Mejora la nota, pero lejos aún del “soñado” investment

Por otra parte, ya dijimos que otro de los drivers positivos, fue la suba de la nota por parte de Standard & Poors a mediados de mes. Mencionamos que elevó en un escalón la calificación de la deuda argentina a “B” con “perspectiva estable” producto del buen perfil financiero -algo que quedó ya demostrado en los números vistos-, aunque no evitó igualmente mencionar algunas de las debilidades que continúan. Entre ellas, las estadísticas y

hasta cuestiones políticas. De hecho, para muchos, es la historia y la fragilidad institucional lo que sigue manteniendo al país en el grupo de los más riesgosos de la región.

Nota	Grado de Inversión	Grupo de países
AAA		Austria- Dinamarca- Francia- Reino Unido- Holanda- EE.UU.
AAA		Eslovenia- España
AA-		Irlanda
A+		Chile- Italia
A	Grado de Inversión	
A-		Aruba- Portugal
BBB+		
BBB		Rusia- México
BBB-		Brasil- Colombia- Perú- India
BB+		Uruguay- Grecia
BB		Costa Rica- El Salvador- Guatemala
BB-	Grado Especulativo	Venezuela
B+		Paraguay- Surinam- Sri Lanka- Ucrania
B		Argentina- Belice- Bolivia- Honduras
B-		Ecuador- Jamaica

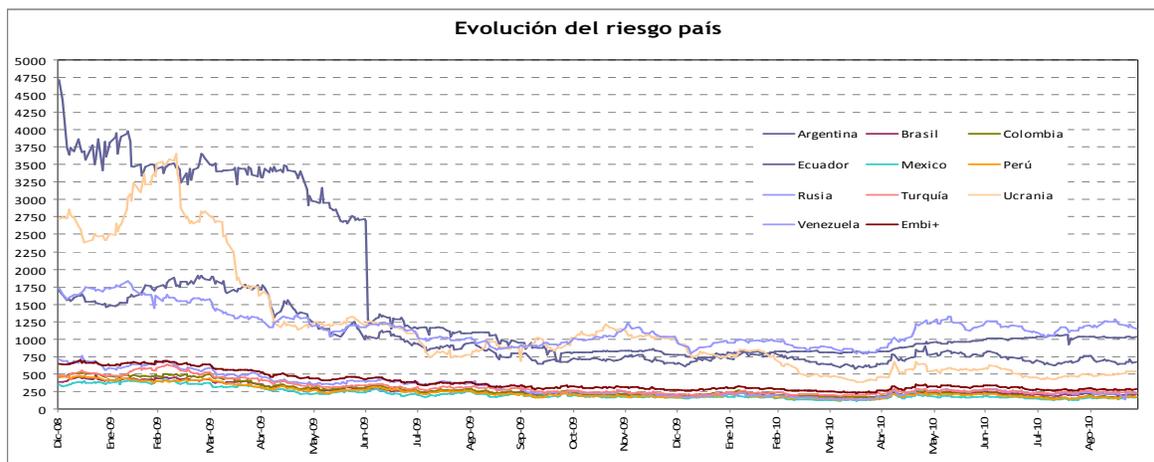
Fuente: PP en base a Bloomberg

Otra manera de ver esta realidad, en tanto, es por el riesgo país. Por ejemplo, aunque con cierta limitación en su representatividad (sólo toma en consideración dos bonos largos en dólares), Argentina se ubica arriba de los 670 puntos. Un nivel bastante superior al del EMBI + emergente que asciende a 283 puntos, y situándonos dentro de la región lejos del grupo conformado por Brasil, Colombia, México y Perú que en promedio alcanza los 180 puntos.

En realidad, y a pesar de que nos hemos logrado diferenciar bastante al profundizar la caída del RP en lo que va del segundo semestre, seguimos estando más identificados a países como Ecuador y Venezuela que aún superan los 1.000 puntos. Aún como hemos ya mencionado, la foto económica y fiscal, este más cerca del primer grupo que de estos últimos.

EVOLUCION DEL RP - En puntos											
	Argentina	Brasil	Colombia	Ecuador	México	Perú	Rusia	Turquía	Ucrania	Venezuela	EMBI +
Actual	674	206	171	1034	161	179	230	242	532	1149	283
2008	312,4%	68,4%	115,6%	667,0%	114,3%	131,1%	381,1%	99,6%	876,6%	234,2%	171,0%
2009	-60,9%	-50,1%	-60,0%	-83,7%	-53,9%	-62,3%	-73,6%	-57,2%	-65,5%	-46,0%	-57,7%
2010	1,7%	6,2%	-6,6%	34,3%	1,3%	6,5%	22,3%	17,5%	-43,3%	22,5%	3,7%
I Sem. 10	23,1%	29,4%	23,5%	30,0%	15,1%	28,6%	48,4%	36,9%	-37,5%	32,3%	23,8%
II Sem. 10	-17,4%	-17,9%	-24,3%	3,3%	-12,0%	-17,1%	-17,6%	-14,2%	-9,2%	-7,4%	-16,3%

Fuente: PP en base a Reuters



De hecho, el diferencial promedio con países investment de la región (BZ, MX, COL, PER) permanece alto en un promedio de cerca de los 500 puntos, mayor incluso con otros momentos como marzo 2008 (en plena

crisis con el campo) y lejos así del diferencia de sólo 250 que se llegó a observar en octubre de 2007. Sólo la comparación con marzo 2009 -cuando se había disparado la probabilidad de un default en el país- resulta hoy beneficiosa dentro de los momentos analizados en el cuadro adjunto, ya que allí llegamos a un diferencial superior para el país de casi 1.500 puntos.

DIFERENCIA DE RP EN DIFERENTES MOMENTOS - En puntos						
Fecha	ARG-BZ	ARG-COL	ARG-MEX	ARG-PERU	Promedio	Dif. c/ Act.
Actual	468	503	513	495	495	
Ene-10	418	423	453	449	436	59
Mar-09	1483	1416	1549	1475	1481	-986
Mar-08	319	350	430	384	371	124
Oct-07	228	232	290	259	252	243
Ene-07	10	36	96	81	56	439

Fuente: PP en base a Reuters

Incluso el mismo escenario se convalida, lógicamente, cuando miramos los actuales rendimientos de bonos de referencia a diferentes plazos de estos países. Los títulos argentinos reflejan el mayor riesgo político sobrestimando las probabilidades de un default, lo que nos aleja por ejemplo de las tasas de Brasil o México -que a CP son menores al 1%, y a largo oscilan en promedio el 5% anual-. O hasta nos sitúa por arriba de países con la misma calificación como, por ejemplo, República Dominicana que rinden aproximadamente la mitad de los locales a plazos comparables.

De hecho, la probabilidad de default implícita en las tasas de los bonos argentinos llegan a niveles de 70% y 90% en los instrumentos en dólares de mayor plazo, o de hasta 80% en los de pesos.

COMPARACION CON BONOS DE LA REGION				
Tramo Corto	Vto	Cupón	Duration	TIR
Brasil 2012	11/1/2012	11,00%	1,24	0,36%
Venezuela 2013	19/9/2013	10,75%	2,62	14,34%
México 2012	14/1/2012	7,50%	1,26	0,61%
Colombia 2012	23/1/2012	10,00%	1,27	1,24%
Chile 2012	11/1/2012	7,13%	1,26	0,88%
Rep. Dominicana 2011	27/9/2011	9,50%	0,50	3,12%
Argentina 2012	3/8/2012	Libor	1,35	7,58%
Tramo Medio	Vto	Cupón	Duration	TIR
Brasil 2015	7/3/2015	7,88%	3,91	2,51%
Venezuela 2014	8/10/2014	8,50%	3,28	14,91%
Venezuela 2016	26/2/2016	5,75%	4,51	15,42%
Perú 2015	6/2/2015	9,88%	3,72	2,68%
Uruguay 2015	15/3/2015	7,50%	3,95	2,53%
Ecuador 2015	15/12/2015	9,38%	4,10	11,49%
Rep. Dominicana 2018	23/1/2018	9,04%	4,11	5,04%
Argentina 2015	3/10/2015	7,00%	4,12	10,13%
Tramo Largo	Vto	Cupón	Duration	TIR
Brasil 2034	20/1/2034	8,25%	12,50	4,99%
Venezuela 2034	13/1/2034	9,38%	7,08	14,95%
México 2033	8/4/2033	7,50%	12,35	5,04%
Colombia 2033	28/1/2033	10,38%	11,60	5,35%
Perú 2033	21/11/2033	8,75%	12,23	5,07%
Uruguay 2033	15/1/2033	7,88%	12,09	5,48%
Argentina 2033	31/12/2033	Step up	9,49	8,68%

Fuente: PP en base a Bloomberg

Por otra parte, lo que se observó en los últimos meses, es una caída en la volatilidad de los títulos del país. Esto permitió, positivamente, un aumento en la relación rentabilidad/riesgo medida por el ratio de cobertura o “sharpe ratio”. En los bonos en dólares esta subió de niveles de entre 0.2 y 0.5, a niveles de entre 0.4 y 1.

Fecha	25-Jun		21-Sep	
Bono	Volatilidad	Sharpe Ratio	Volatilidad	Sharpe Ratio
AM11	6%	1,20	3%	1,92
Boden 2012	12%	0,75	7%	1,01
Boden 2013	18%	0,58	5%	1,56
Boden 2015	26%	0,49	13%	0,81
PARY	47%	0,22	38%	0,26
DICY	40%	0,32	27%	0,40

Fuente: PP en base a datos de mercado

Un atractivo que continúa

Ahora bien, la pregunta en este marco, debe enfocarse claramente en si creemos que seguirá observándose reducciones adicionales en los Spreads de los títulos. Y nuestra respuesta es positiva. Entendemos que sigue vigente el objetivo de una reducción adicional a niveles de 500 puntos básicos de riesgo país, aunque el camino es más político que económico y será sin dudas gradual.

De hecho, del lado político, es donde la foto luce hoy al menos más cuestionada. Por un lado, sigue aún sin resolverse un acuerdo con el Club de Paris, por los poco más de USD 6.000 millones que permanecen en default. Varias veces se especuló con un posible arreglo, pero hay un tema que por cuestión de principio los K no están dispuestos a negociar, que es la intermediación del FMI lo que haría inevitable una revisión del famoso Artículo IV. Incluso a este punto de la agenda -uno de los prioritarios, en realidad, de Boudou- parece atarse la probabilidad de una vuelta a los mercados de capitales internacionales.

Según últimos trascendidos oficiales, hasta que no se avance con este tema, no se colocaría un bono aún cuando las ofertas por parte de los inversores existan y estás convaliden las tasas que hasta no hace mucho exigía el equipo económico (de entre 8% y 9% anual).

Otra variable también más política, que económica, tiene relación con la normalización del INDEC. Acá no hay mucho para avanzar, salvo que la oposición presione finalmente aprobando la reforma que se busca en el Congreso. Por el momento, un escenario poco probable.

Por último, en realidad más judicial (con los tiempos que ello implica), se encuentra el devenir de la estrategia judicial llevada a cabo por el Gobierno en los Tribunales americanos. Básicamente, en este punto, se impulsaría intentar buscar que la Justicia de ese país declare que Argentina ya salió del default demostrando que existió buena voluntad y que es menor al 10% el stock de deuda que queda aún sin regularizar. El éxito de conseguir el visto bueno en este sentido igualmente aún está discutido, antes deberá pasarse por lograr fallos positivos, como que no reconozcan la figura de “alter ego” del BCRA.

No obstante, del lado macro -como dijimos- la vía esta despejada. Ya vimos que el Programa Financiero 2011 se encuentra prácticamente cerrado, y que el contexto económico-fiscal es favorable e incluso mejor al de otros países de la región o europeos. De hecho, es justamente este marco, el que garantiza gran parte de nuestras perspectivas de reducciones adicionales en las tasas.



El posicionamiento dependerá, no obstante, del grado de aversión al riesgo del inversor. Para un perfil conservador seguimos viendo interesante el tramo corto de la curva en dólares, con rendimientos más elevados en relación a comparables de la región. También ofrecen una buena cobertura frente a la volatilidad.

Para un perfil más moderado recomendamos estirar los vencimientos y situarse en la parte media de la curva en ambas monedas. En dólares por ciertos desarbitrajes, y en pesos porque la estabilidad cambiaria proyectada nos permite acercarnos a una rentabilidad en línea con la inflación real. Mientras que para posturas más agresivas, claramente, la parte más larga de las curvas. Estos permiten una mayor capacidad de apalancamiento y prometen el mayor potencial de ganancia de capital si nos acercamos al nivel objetivo de 500 puntos.

DISCLAIMER: Este informe ha sido preparado por el personal de Portfolio Personal S.A., y en el se vierten opiniones personales. El objeto del mismo es brindar información y de ningún modo debe ser considerado como una oferta, o recomendación para la compra, venta o seguimiento de una estrategia determinada respecto de títulos valores u otros instrumentos financieros. Portfolio Personal S.A. no garantiza que la información contenida en el presente sea correcta, completa o actualizada ya que la mayor parte de ella es provista por terceros sobre los cuales no existe un control por parte de Portfolio Personal S.A. La información vertida en el presente informe puede ser modificada sin que sea necesario ningún tipo de notificación previa ni aviso al respecto. Para evaluar la conveniencia de las inversiones a las que puede hacer referencia el presente informe, el lector deberá realizar un análisis personal siendo además recomendable el asesoramiento por parte de personal calificado respecto de su situación específica. Portfolio Personal S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, directa o indirecta, por los daños producidos por el uso del presente informe.