

# BESFAMILLE S.A

---

## SOCIEDAD DE BOLSA

25 de mayo 277 piso 6 oficina B

Tel-fax:+54-11-5032-7128

[info@besfamille.com](mailto:info@besfamille.com)

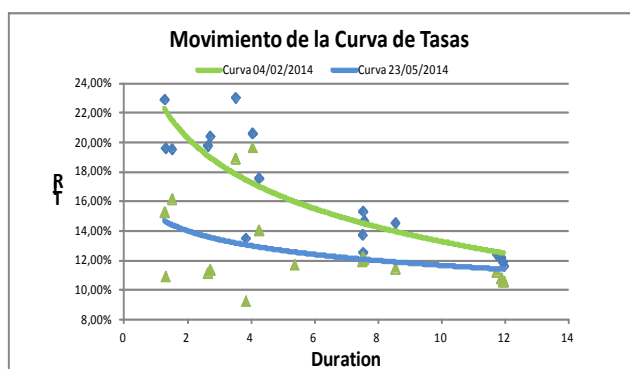
Martín Orta ([m.orta@besfamille.com](mailto:m.orta@besfamille.com))

30/05/2014

### Mercado de bonos en dólares

En esta nota analizaremos las distintas alternativas de inversión en bonos dolarizados.

En el mercado de renta fija contamos con distintas variables para decidir que bonos incluiremos en nuestra cartera. Primero empezaremos por la TIR (tasa interna de retorno). Esta tasa refleja el rendimiento del bono suponiendo que los cupones son reinvertidos a la misma tasa. Es una medida que nos permite hacer comparables los bonos entre sí. En el presente la curva de tasas se encuentra invertida, es decir los bonos del tramo corto de la curva tienen un rinde superior a los de mayor plazo.



Esta situación se da en los casos en que existe un mayor riesgo de default. Los inversores demandan los bonos más largos que son los que tienen menor probabilidad de ser incumplidos.

A esta situación se ha llegado no solo producto de políticas macroeconómicas erróneas llevadas a cabo durante años y que hoy estamos viendo sus consecuencias (déficit fiscal creciente y pérdida de reservas), sino también por las medidas intervencionistas como la del INDEC, manipulando las estadísticas públicas.

Hacia principios de año el gobierno pareció tomar nota de los problemas y comenzó a tomar medidas en consecuencia. En materia fiscal inició un proceso de ajuste sobre los subsidios de gas, agua y actualmente está analizando los subsidios a la energía. Las erogaciones por estos conceptos son la principal causa del enorme déficit fiscal que hoy es del 3,41% del PBI (PBI en base a precios 2004). En materia cambiaria se devaluó la moneda y se subieron las tasas de interés en pesos para sacar presión sobre la demanda de dólares.

A su vez también se sinceró el índice de inflación, alcanzando niveles muy cercanos a los informados por las consultoras privadas.

Se iniciaron gestiones tendientes a dar solución a los litigios que tiene el país en el exterior. Recientemente a fines de Abril se promulgó la ley de acuerdo con Repsol que le pone fin al litigio por la expropiación de YPF. **Más importante aún el día jueves 29 se confirmó un acuerdo con el**

# BESFAMILLE S.A

## SOCIEDAD DE BOLSA

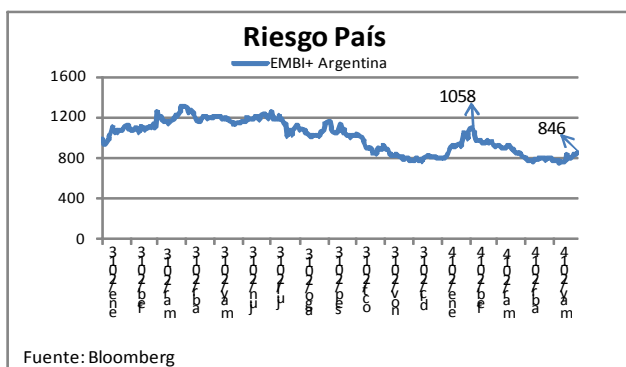
25 de mayo 277 piso 6 oficina B

Tel-fax:+54-11-5032-7128  
[info@besfamille.com](mailto:info@besfamille.com)

**club de Paris por la deuda en default desde el 2001 con dicho organismo.** Este acuerdo es muy beneficioso a la hora de gestionar inversiones de largo plazo para el desarrollo de infraestructura. El acuerdo consiste en pagar USD 9.700 millones en un plazo en principio de 5 años. Por último, el otro gran litigio es el de los fondos buitres, donde el próximo 12 de Junio la corte suprema de justicia de New York deberá decidir si toma el caso o deja en firme la sentencia de primera y segunda instancia que obliga al país a pagar USD 1.500 millones de dólares. En este último caso los bonos más afectados serían los que tienen legislación de New York.

Todo este conjunto de noticias fue bien recibido por el mercado donde podemos ver como a partir del mes de Febrero comenzó a reducirse el riesgo país, hasta alcanzar los 846 pbs el 27 Mayo, desde los 1.058 en que se encontraba al 4 de

de Febrero del 2014.



También se puede observar la reacción en la curva de tasas donde vemos como se desplazó hacia abajo.

Entonces, para inversores más avezados al riesgo, si estamos pensando en una normalización de la curva de tasas pensaríamos en invertir en el tramo corto, ya que estos deberían subir más que los bonos del tramo largo para lograr una pendiente positiva. Pero no necesariamente será así. Por lo tanto, tenemos que ver en que magnitud será el movimiento de tasas en el tramo corto y en el largo para poder estimar en cuanto se moverán los precios. Para esto utilizamos la duration y la convexidad, medidas de sensibilidad del precio del bono a los movimientos de la tasa. Por ejemplo, el AA17 tiene una duration de 2,63 y convexidad de 3,03 y el DICA una duration de 7,52 y convexidad de 92,44, esto nos lleva a estimar que para una reducción de un 1% en la tasa de rendimiento de ambos bonos, el precio del AA17 tendría que subir un 2,41% y el del DICA un 7,05%. De esta manera, vemos como la tasa del AA17 debería bajar por lo menos 300 pbs ante una reducción de 100 pbs del DICA para que su precio suba en mayor proporción. Al final de la nota aportaremos una tabla con todas estas medidas.

# BESFAMILLE S.A

---

## SOCIEDAD DE BOLSA

25 de mayo 277 piso 6 oficina B

Tel-fax:+54-11-5032-7128

[info@besfamille.com](mailto:info@besfamille.com)

### Otra alternativa

Aquí haremos una cuentita más simple y habitual, básicamente el cálculo que hacemos todos a la hora de realizar una inversión. Cuando invertimos siempre comparamos cuanto fue el dinero desembolsado al inicio y cuanto tenemos al final. Para el presente análisis tomaremos como si realizásemos una inversión hoy hasta el final del corriente año. Entonces lo que hacemos es sumar todos los cupones que cobramos desde que realizamos la inversión hasta fin de año y luego dividimos ese valor por el precio de compra del bono y así obtenemos la renta. Una cuestión a tener en cuenta es que no estamos considerando la variación del precio, por lo que si el mismo es menor al de compra entonces el rinde será menor al calculado en un principio, y lo contrario si el precio resulta ser mayor. Seguidamente dejamos una tabla con los cálculos realizados al 28/05/2014. Utilizamos el contado con liquidación para convertir el precio cotización en pesos a dólares.

Bonds	Cupones restantes al 31/12/2014	Precio en dolares del bono	Rend. Al 31/12/2014
AA17	3,50	91,06	<b>3,84%</b>
AN18	9,00	103,33	<b>8,71%</b>
AY24	4,38	87,82	<b>4,98%</b>
BP15	5,88	98,42	<b>5,97%</b>
BDED	2,78	59,28	<b>4,68%</b>
BP21	5,44	76,25	<b>7,13%</b>
BPLD	2,00	51,27	<b>3,90%</b>
BP18	4,69	74,50	<b>6,29%</b>
BPMD	1,50	65,64	<b>2,29%</b>
DIA0	11,61	110,87	<b>10,47%</b>
DICA	11,61	112,62	<b>10,31%</b>
DICY	11,61	113,94	<b>10,19%</b>
DIY0	11,61	111,31	<b>10,43%</b>
GJ17	8,75	91,15	<b>9,60%</b>
PAA0	1,25	40,75	<b>3,07%</b>
PAY0	1,25	39,88	<b>3,13%</b>
PARA	1,25	41,63	<b>3,00%</b>
PARY	1,25	41,63	<b>3,00%</b>
RO15	3,50	96,32	<b>3,63%</b>

En nuestra opinión la curva de tasa no tendrá grandes movimientos en lo que resta del corriente año por lo que los discount sería una buena opción a tener en cuenta. Para el mediano plazo creemos que la curva de tasa debería continuar descendiendo teniendo mayor posibilidad de suba los bonos del tramo largo de la curva.

# BESFAMILLE S.A

---

## SOCIEDAD DE BOLSA

25 de mayo 277 piso 6 oficina B

Tel-fax:+54-11-5032-7128

[info@besfamille.com](mailto:info@besfamille.com)

Bonds	YIELD	YIELD Var.	New YIELD	Paridad	Duration	Modif. Dur.	Convexity	Price U\$S	Price \$	% Price Var. by Modif. Duration	% Price Var. By Convexity	Abs. Price Var. By Modif. Duration in U\$S	Abs. Price Var. by Convexity en U\$S	Abs. Price Var. by Modif. Duration in \$	Abs. Price Var. by Convexity in \$	Maturity
BP21	19,92%	-1,00%	18,92%	73,52%	3,89	3,24	23,35	76,25	870,00	3,24%	3,32%	78,72	78,78	898,19	898,90	26/01/2021
BP18	19,21%	-1,00%	18,21%	73,05%	3,49	2,93	17,34	74,50	850,00	2,93%	2,99%	76,68	76,72	874,91	875,43	14/09/2018
BP15	15,01%	-1,00%	14,01%	96,72%	1,27	1,10	2,95	98,42	1123,00	1,10%	1,12%	99,51	99,52	1.135,40	1.135,53	05/10/2015
BPMD	13,93%	-1,00%	12,93%	65,49%	4,23	3,71	23,74	65,64	749,00	3,71%	3,81%	68,08	68,14	776,82	777,51	01/05/2020
GJ17	12,69%	-1,00%	11,69%	87,37%	2,70	2,40	10,48	91,15	1040,00	2,40%	2,44%	93,33	93,37	1.064,92	1.065,35	02/06/2017
DIA0	12,18%	-1,00%	11,18%	76,46%	7,42	6,61	91,29	110,87	1265,00	6,61%	6,97%	118,20	118,60	1.348,63	1.353,22	31/12/2033
DIY0	12,12%	-1,00%	11,12%	76,76%	7,43	6,63	91,56	111,31	1270,00	6,63%	6,99%	118,68	119,09	1.354,18	1.358,80	31/12/2033
BPLE	11,97%	-1,00%	10,97%	50,06%	8,40	7,50	105,51	50,13	770,00	7,50%	7,92%	53,89	54,11	827,76	831,00	15/05/2035
DICA	11,94%	-1,00%	10,94%	77,66%	7,48	6,68	92,38	112,62	1285,00	6,68%	7,05%	120,14	120,56	1.370,83	1.375,57	31/12/2033
DICY	11,77%	-1,00%	10,77%	78,57%	7,52	6,73	93,19	113,94	1300,00	6,73%	7,10%	121,60	122,03	1.387,49	1.392,34	31/12/2033
BPLD	11,67%	-1,00%	10,67%	51,19%	8,47	7,59	106,91	51,27	585,00	7,59%	8,01%	55,16	55,38	629,37	631,88	15/05/2035
AY24	11,67%	-1,00%	10,67%	87,36%	5,35	4,79	41,34	87,82	1002,00	4,79%	4,96%	92,02	92,17	1.050,00	1.051,66	07/05/2024
AA17	11,32%	-1,00%	10,32%	90,32%	2,63	2,36	9,96	91,06	1039,00	2,36%	2,40%	93,21	93,25	1.063,54	1.063,96	17/04/2017
RO15	11,16%	-1,00%	10,16%	95,30%	1,30	1,17	3,02	96,32	1099,00	1,17%	1,18%	97,44	97,45	1.111,82	1.111,95	03/10/2015
BDED	11,14%	-1,00%	10,14%	97,70%	1,50	1,35	4,46	59,28	676,40	1,35%	1,37%	60,08	60,09	685,51	685,63	15/04/2017
PAY0	11,09%	-1,00%	10,09%	39,71%	11,63	10,47	198,14	39,88	455,00	10,47%	11,27%	44,05	44,37	502,65	506,30	31/12/2038
PAA0	10,89%	-1,00%	9,89%	40,59%	11,73	10,58	200,47	40,75	465,00	10,58%	11,39%	45,06	45,40	514,18	517,97	31/12/2038
PARA	10,69%	-1,00%	9,69%	41,46%	11,82	10,68	202,74	41,63	475,00	10,68%	11,51%	46,08	46,42	525,73	529,66	31/12/2038
PARY	10,69%	-1,00%	9,69%	41,46%	11,82	10,68	202,74	41,63	475,00	10,68%	11,51%	46,08	46,42	525,73	529,66	31/12/2038
AN18	8,25%	-1,00%	7,25%	98,88%	3,82	3,53	19,92	103,33	1179,00	3,53%	3,61%	106,97	107,06	1.220,57	1.221,58	29/11/2018