

27 de Marzo de 2015

El Rally de los Bonos

Los bonos en dólares del Gobierno Nacional mostraron un extraordinario desempeño en los últimos 12 meses. Los títulos sortearon varios coletazos, empezando por el rechazo de la Corte Suprema de los EEUU a tomar el caso argentino, seguido por el default de los bonos del canje con legislación extranjera y en las últimas horas se agregó una nueva orden de Griesa que inhabilita a Euroclear a procesar los pagos de los bonos del canje con legislación argentina. Hasta el momento, todo puede ser modificado con una nueva orden del Juez, los títulos en dólares se pueden dividir en tres grupos:



Con esta coyuntura y como marca la regla básica de las finanzas, los sobresalientes retornos se obtuvieron a costa de una gran tolerancia a la volatilidad.

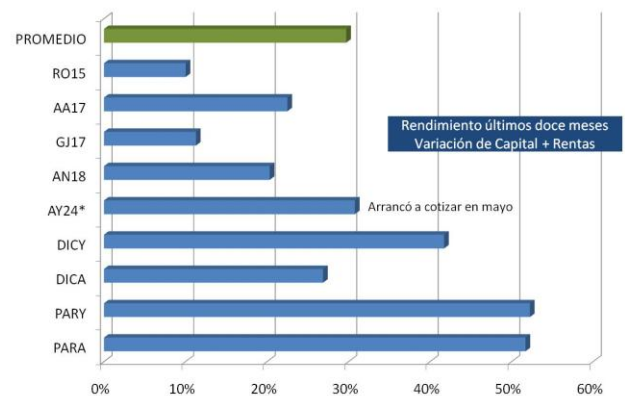


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Considerando todas las fuentes de rendimiento, apreciación de capital más rentas, los bonos otorgaron (en promedio) ganancias en dólares

del 30%. En el gráfico siguiente¹ detallamos los rendimientos de cada uno de los títulos. Para los bonos con cupones retenidos consideramos también la renta pendiente de pago que se encuentra depositada en un fideicomiso en el BCRA. Como se puede observar, los títulos con mayor *duration*² tuvieron un mejor desempeño relativo. La rentabilidad de los bonos más largos (PARA y PARY) superó el 50%, mientras que los bonos cortos presentaron ganancias más acotadas, como el RO15 o el AA17, con un 10% y 22%, respectivamente.

Recordemos que mientras mayor sea la *duration*, más grandes deben ser los movimientos en el precio para modificar la TIR³. Con lo cual, en un escenario donde los rendimientos de toda la curva local se vieron comprimidos, los bonos largos mostraron los incrementos más importantes.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters. Títulos con cupones retenidos: DICY, DIYO, PARY, PAY0 y GJ17.

Ahora bien, luego de la suba, los interrogaciones de siempre ¿Se viene una fuerte toma de ganancias? ¿Es momento de vender para recomprar más barato? ¿Es conveniente esperar la baja para entrar? Difícil de saber sin tener la bola de cristal. Recientemente con la decisión de Griesa el mercado tuvo una buena excusa para tomar ganancias, pero las cotizaciones retrocedieron levemente. Si bien las tasas tienen espacio para seguir bajando (los precios subiendo), los pronósticos de corto plazo son

¹ Precios al 26-03-2015.

² Es el plazo promedio de los cupones ponderado por los flujos de fondos descontados.

³ Tasa interna de retorno.

bastante inciertos en un año electoral y con un default (inusual) de por medio.

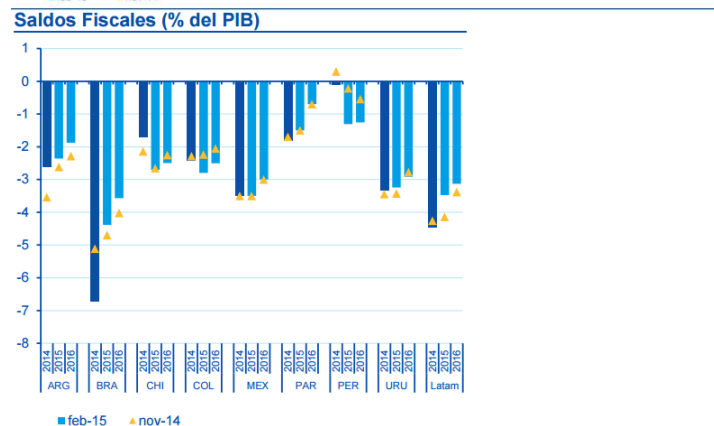
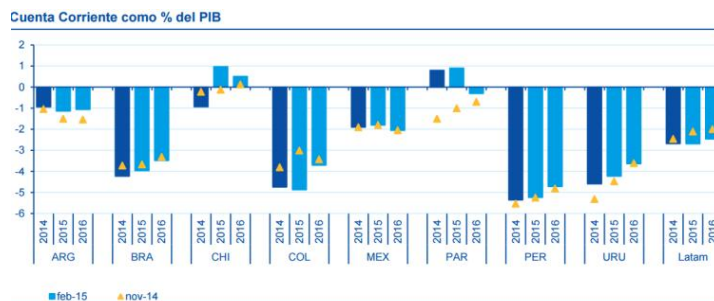
Dejando de la lado la aleatoriedad de corto plazo, respondamos la otra incógnita ¿Ya es tarde o todavía los bonos lucen atractivos? Antes de responder miremos un poco los números. En el primer cuadro figuran los rendimientos de los títulos locales, la TIR (supone reinversión hasta el vencimiento) y la renta corriente (cupón sobre el precio de compra). En el gráfico subsiguiente mostramos el riesgo país (diferencial con respecto al rendimiento de un título americano) de varias economías emergentes para contar con una perspectiva un poco más amplia.

	TIR	Cupón Corriente	Precio U\$	Duration
RO15	7,72%	7,02%	103,03	0,51
AA17	8,92%	7,24%	99,83	1,90
GJ17	12,77%	9,40%	95,87	1,98
AN18	5,67%	8,10%	114,05	3,17
AY24	9,36%	8,53%	105,87	4,68
DIY0	9,23%	8,79%	134,71	8,09
DIA0	9,10%	8,71%	135,99	8,12
DICA	8,85%	8,54%	138,60	8,19
DICY	8,59%	8,37%	141,32	8,25
PARY	8,04%	4,35%	58,68	12,51
PAY0	8,04%	4,35%	58,68	12,51
PAA0	7,69%	4,18%	61,07	12,66
PARA	7,62%	4,10%	61,57	12,69

RIESGO PAÍS	
	ARGENTINA 608
	BRASIL 324
	COLOMBIA 225
	ECUADOR 826
	EGIPTO 387
	MEXICO 199
	INDONESIA 227
	PERU 186
	RUSIA 328
	SUDAFRICA 207
	TURQUIA 244
	URUGUAY 217
	VENEZUELA 2912

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters y Ámbito.

De los cuadros se desprende que si bien con la suba de precios las tasas locales se comprimieron sustancialmente en los últimos meses, los bonos argentinos aún exhiben rendimientos muy superiores al resto de la región y a otros emergentes. Con lo cual, de confiar en la capacidad y voluntad de pago del país, los títulos lucen atractivos a largo plazo. Un poco el deterioro de los fundamentos (ver abajo), pero más bien la desconfianza y el default, explican el diferencial de rendimientos.



Fuente: [BBVA Research Situación Latinoamérica](#).

Juan Battaglia
Economista Jefe