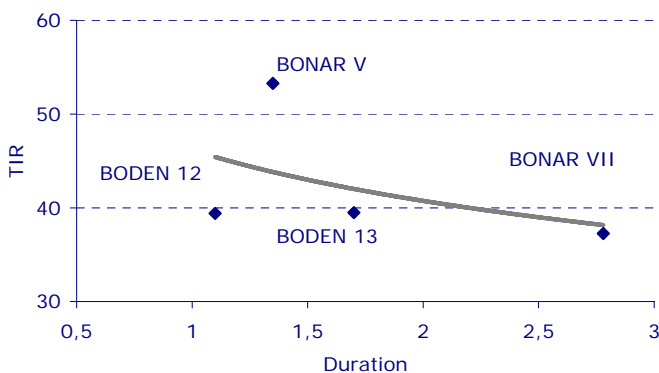


Gastón Moltrasio
gaston.moltrasio@criteriainvestors.com

Curva en dólares

Bono	Vencimiento	Cupón	TIR	Duration
Boden 2012	03-Ago-12	LIBOR	39,41	1,1
Boden 2013	04-Abr-13	LIBOR	39,48	1,7
BONAR V	28-Mar-11	7,00	53,28	1,35
BONAR VII	13-Sep-13	7,00	37,27	2,78

La situación política y económica de Argentina continúa siendo extremadamente incierta. Factores domésticos y externos han contribuido a incrementar el grado de vulnerabilidad del Gobierno, y la capacidad de maniobra actual es mucho menor que en los tiempos de bonanza. Sin embargo, los precios de los activos ya reflejan este riesgo incremental, por lo que en este sentido se han generado oportunidades.



En línea con la percepción mancomunada de que la depresión global ha sido abortada y que la crisis de confianza generada por la quiebra de Lehman ha sido superada, encontramos algunos activos argentinos como excelentes oportunidades para inversores dispuestos a la toma de riesgos.

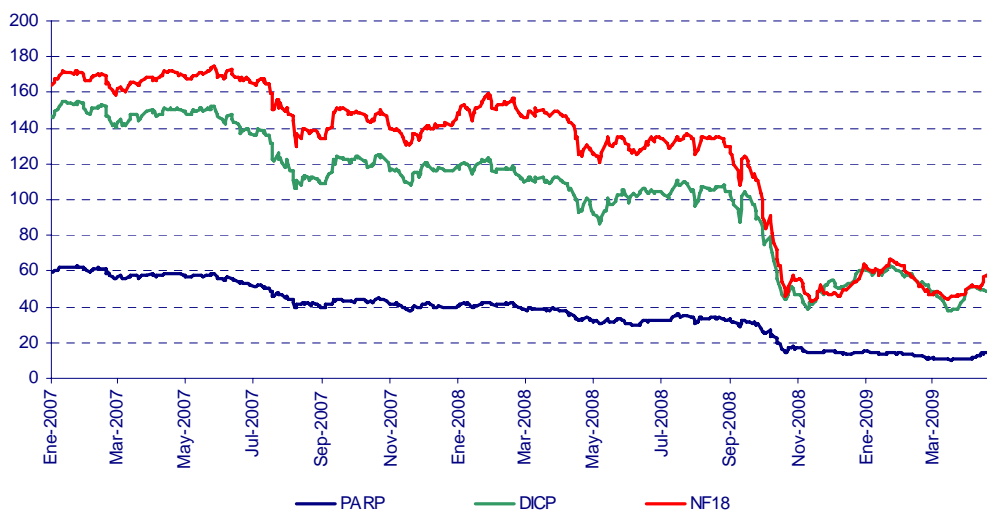
La curva de rendimientos posee pendiente negativa e incorpora un riesgo sustancial de default en el corto plazo. Esta sensación ha sido instalada desde Septiembre del 2008, tomando mayor intensidad durante el mes de Octubre, con la apropiación por parte del Gobierno de los fondos pertenecientes a las AFJPs.

Mejora en la capacidad de repago

Es importante destacar que la expropiación del dinero de los futuros jubilados es una señal pésima, y el mercado así lo entendió en Octubre con la abrupta caída que tuvieron los bonos.

Sin embargo, más allá de lo repudiable que pueda ser esta decisión, la incorporación de estos fondos a las arcas del Gobierno mejora la capacidad de repago de Argentina.

Precios Históricos bonos en pesos: Par, Discount y BOGAR18

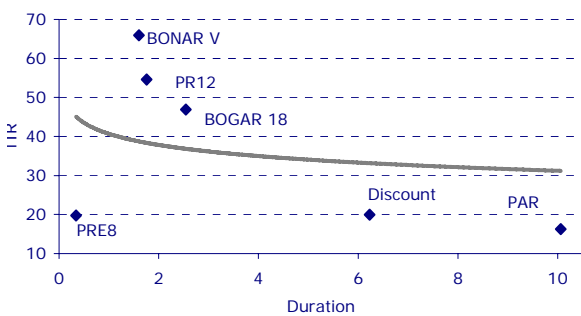


Gastón Moltrasio
gaston.moltrasio@criteriainvestors.com

Estrategia dentro del segmento Renta Fija en Pesos

Curva en pesos				
Bono	Vencimiento	Cupón	TIR	Duration
PRE8	03-Ene-10	2,00	19,78	0,34
PR12	03-Ene-16	2,00	54,62	1,76
BONAR V	28-Mar-11	7,00	65,92	1,6
BOGAR 18	04-Feb-18	2,00	46,86	2,54
Discount	31-Dic-33	4,06	19,95	6,23
Par	31-Dic-38	1,18	16,27	10,06

Llevando adelante un análisis particular dentro del segmento de bonos en pesos encontramos como particularmente atractivo el BONAR V en Pesos (AJ12). Este instrumento cotiza con una TIR del 66% y amortiza todo su capital en su fecha de vencimiento, Junio del 2012, pagando un cupón de manera semestral del orden del 10.5%.



Riesgo Tipo de cambio: Si bien los bonos en pesos acarrearán el alto riesgo de una devaluación pronunciada, creemos que el descuento con el que cotiza el bono ofrece un sólido resguardo frente a una posible devaluación. Si se computan los pesos erogados hoy por la compra del bono y se lo compara con el flujo de fondos futuro que el instrumento genera, el tipo de cambio de equilibrio para que un inversor empiece a perder dinero en dólares, sería de alrededor de 13 pesos por dólar.

Riesgo de Repago: como mencionamos anteriormente, la capacidad de repago de argentina ha sido significativamente deteriorada durante los últimos 18 meses y el historial de incumplimiento reciente tampoco ayuda a apaciguar el ánimo de los inversores. Si bien frente a un evento de default de una obligación en dólares es esperable que los precios de toda la deuda reciban un castigo significativo, es necesario destacar que las obligaciones contraídas en moneda doméstica resultan más fáciles de afrontar que aquellos compromisos en moneda dura. Adicionalmente si pensáramos que a la fecha de vencimiento del bono, ocurriera algún tipo de propuesta no compulsiva para canjear el instrumento que vence por un activo de mayor vida promedio, es destacable que aún así el rendimiento del bono seguiría siendo atractivo.

Tipo de Cambio	3.70
Precio Hoy ARS	0.3960
Precio Hoy USD	0.1070
TIR	65.92%

	TIR	Precio
BONAR V Hoy	65.92%	39.60%
BONAR V Reestructurado (*)	33.47%	39.60%

Fecha	Cash Flow
12-May-09	0.3960
12-Jun-09	0.0525
12-Dic-09	0.0525
12-Jun-10	0.0525
12-Dic-10	0.0525
12-Jun-11	0.0525
12-Dic-11	0.0525
12-Jun-12	1.0525

Suma de pesos cobrados 1.3675
Tipo de cambio break even 2012 12.78

(*) Supuesto: En lugar de vencer en Junio del 2012 la amortización final del bono se canjea por un nuevo instrumento con idéntico cupón cuyo capital se paga luego de 10 años

Conclusión

Rendimientos del orden del 60-70% en pesos para los próximos 3 años logran proveer suficiente reserva en caso de una devaluación ordenada pero sostenida del peso argentino.

Adicionalmente el pago de un cupón del 10,25% representa una renta atractiva en relación al precio con el que cotiza el bono, el próximo cupón se hace efectivo dentro de un mes y arrojaría un 13% de rentabilidad.