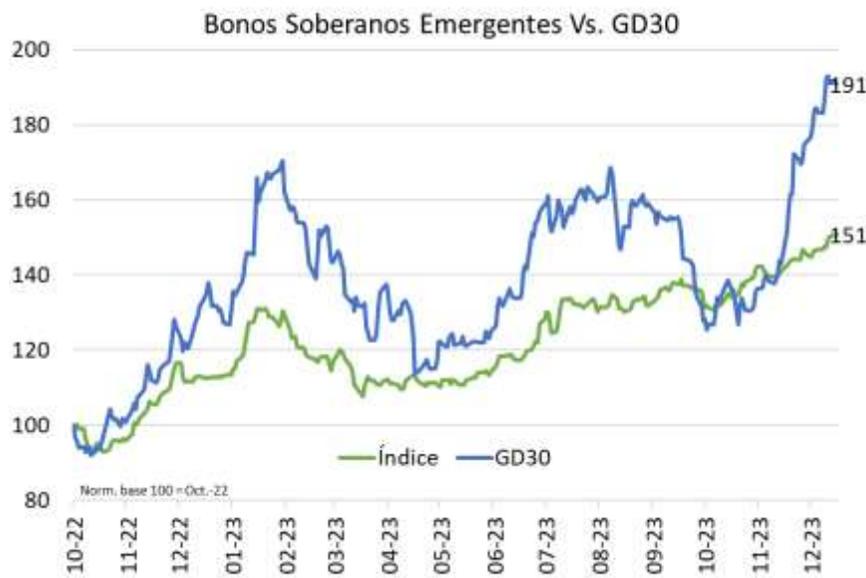


21 de diciembre de 2023

Bonos Soberanos

Como solemos mencionar en nuestro *Resúmenes*, para el análisis de los bonos soberanos en dólares, el primer paso consiste en dejar de mirarnos el ombligo. En la actualidad los flujos financieros están completamente globalizados, la dinámica de los bonos argentinos correlaciona con el desempeño de la renta fija a nivel global. Los bonos tuvieron un excelente desempeño en las últimas semanas. Este comportamiento tiene dos explicaciones. En primer lugar, el mayor pragmatismo del Presidente en la agenda económica y política en relación a las promesas de campaña ha sido una bocanada de aire fresco para los títulos. Sin embargo, durante las últimas semanas, también hemos visto una gran compresión de la curva de Treasuries norteamericanos. La curva de tasas libre de riesgo experimentó una gran compresión y esto empujó los precios de la renta fija global al alza. Como se puede ver en el siguiente gráfico, donde comparamos los bonos soberanos argentinos contra un índice propio que creamos con bonos comparables, la fuerte recuperación de los títulos argentinos tiene componentes tanto domésticos como importados.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg. Composición índice: ECUA 6 07/31/30; EGYPT 5 % 02/16/31; ELSALV 8 % 02/28/29; PKSTAN 7 % 04/08/31; SRILAN 7.55 03/28/30

Hecha esta aclaración, vayamos ahora a las variables locales a seguir. Los bonos en dólares necesitan fundamentalmente tres condiciones para salir del pozo. Disciplina fiscal, tipo de cambio real más alto y gobernabilidad política. Creemos que, en las dos primeras condiciones, la expectativa de cambios es clara. La gran incertidumbre es la gobernabilidad. Para ver detalladamente estos desafíos de la macroeconomía, recomendamos leer nuestro *Resumen* de la semana pasada ([ver acá](#)). Ahora bien, suponiendo un escenario optimista sobre el futuro económico de la Argentina, la segunda pregunta que surge es en qué bono soberano conviene posicionarse. Veamos algunas cuestiones importantes a la hora de elegir entre los bonos soberanos en dólares.

El menú de elección¹

En el último canje de deuda nuestro país emitió 11 títulos en dólares, de los cuales 6 tienen legislación de Nueva York y 5 legislación local. Dado que la variedad de bonos emitidos fue menor que la cantidad de títulos elegibles a canjear, la mayoría de los bonos tienen un tamaño de emisión y una liquidez importante, salvo los bonos GD29 y AL29 (emitidos para pagar intereses corridos) y los GD46.

Los indenture, contratos legales que reflejan los términos y condiciones de una emisión de deuda, se mantuvieron sin cambios con respecto a los títulos entregados en el canje. Los bonos argentinos cuentan con dos tipos de contratos: los emitidos con el indenture 2005 y aquellos emitidos con el indenture 2016. La principal diferencia entre ambos se presenta ante una eventual disputa judicial, donde los bonos con indenture 2005 brindan una mayor protección legal al inversor al requerir mayorías más relevantes para su renegociación.

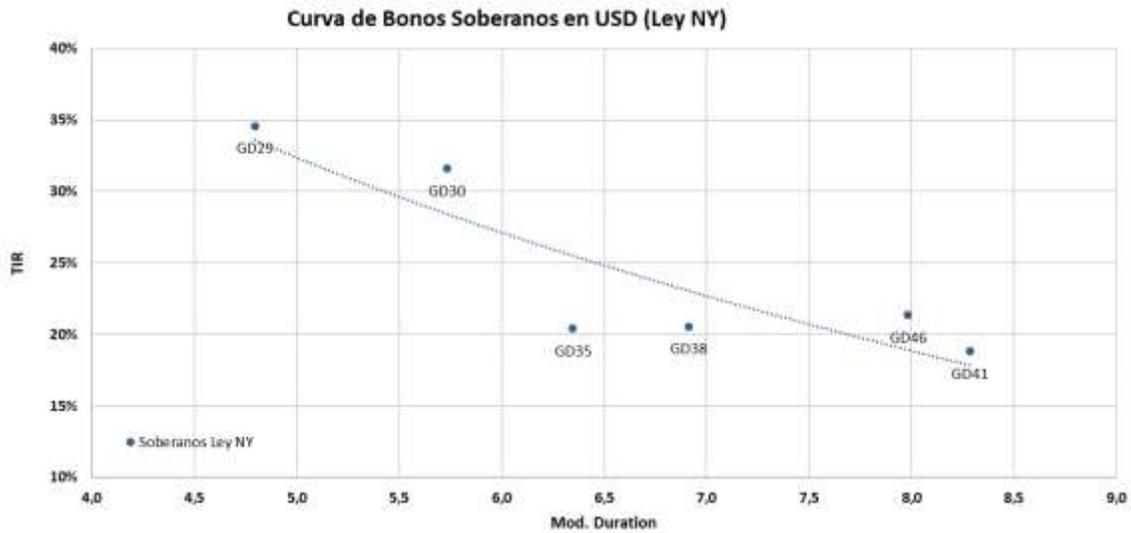
Bono	ISIN	Emisión	Vto.	Ley	Indenture	Amortización Ctas. Sem.	Outstanding (Mill.)
GD29	US040114HX11	4/9/2020	9/7/2029	NY	2016	10 desde 2025	2.635
GD30	US040114HS26	4/9/2020	9/7/2030	NY	2016	13 desde 2024	16.091
GD35	US040114HT09	4/9/2020	9/7/2035	NY	2016	10 desde 2031	20.502
GD38	US040114HU71	4/9/2020	9/1/2038	NY	2005	22 desde 2027	11.405
GD41	US040114HV54	4/9/2020	9/7/2041	NY	2005	28 desde 2028	10.482
GD46	US040114HW38	4/9/2020	9/7/2046	NY	2016	44 desde 2025	2.092
AL29	ARARGE3209Y4	4/9/2020	9/7/2029	ARG	2016	10 desde 2025	2.195
AL30	ARARGE3209S6	4/9/2020	9/7/2030	ARG	2016	13 desde 2024	13.531
AL35	ARARGE3209T4	4/9/2020	9/7/2035	ARG	2016	10 desde 2031	19.072
AE38	ARARGE3209U2	4/9/2020	9/1/2038	ARG	2005	22 desde 2027	7.219
AL41	ARARGE3209V0	4/9/2020	9/7/2041	ARG	2005	28 desde 2028	1.513

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Rendimiento y Paridades

Los gráficos a continuación son los primeros que vemos en cualquier reporte de bonos. Comparan la conveniencia de los bonos según su tasa interna de retorno (TIR) y duration. En el caso de los bonos soberanos argentinos esta curva tiene una lectura algo particular. La TIR tiene dos supuestos, que mantengo los bonos a vencimiento y que reinvierto todos los cupones y amortizaciones cobrados a la misma TIR. Los bonos argentinos cotizan hoy con una altísima probabilidad de default a 3 años vista. Con lo cual, el mercado está descontando que el flujo de fondos prometido en el prospecto tiene muy baja probabilidad de cumplimiento. Mucho menos sentido tiene suponer que voy a ir reinvertiendo los cupones a la misma tasa. Con respecto a la duration, la misma en todos los casos es considerablemente más corta que la madurez. Esto ocurre porque los bonos valen muy baratos en paridad, a medida que cobro cupones y amortizaciones la inversión inicial se recupera más rápido. Claramente la lectura de la duration en los bonos soberanos es algo difusa.

¹ A lo largo del reporte nos centraremos solamente en los bonos soberanos en dólares y utilizaremos los precios dólar cable (cotizaciones en el exterior/local con liquidación en el exterior)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

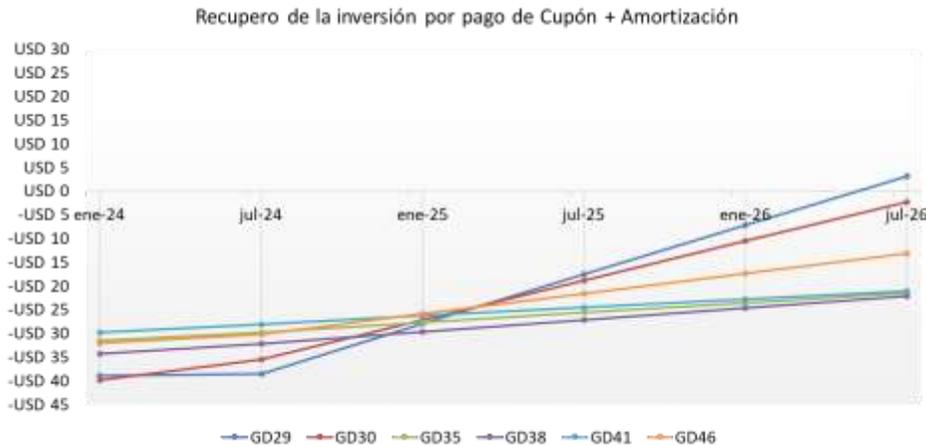
¿Entonces? Hay que complementar el análisis para decidir con más información que títulos elegir. Una medida muy útil es mirar simplemente el precio o la paridad. Dado que los bonos tienen una alta probabilidad de default implícita, más baja la paridad que pago mayor es la protección ante una eventual reestructuración. Ejemplo, si quiero comprar 10.000 dólares en bonos, pero considero que la probabilidad de incumplimiento es muy alta, generalmente conviene comprar la mayor cantidad de nominales posibles para enfrentar una renegociación con mayor cantidad de nuevos bonos. Bajo este supuesto de inversión, los 2035 y los 2041 parecen la mejor apuesta.

Otro dato a mirar es la renta corriente, también llamada current yield, que básicamente compara los cupones que se cobrarán año a año en relación al precio que se pagó por el bono. Como los bonos argentinos tienen una estructura step-up (interés creciente), la renta corriente es creciente en el tiempo. Al observar año por año el peso de cada cupón la medida es un buen complemento para analizar la TIR. De este modo y de acuerdo con el cuadro a continuación, los títulos 2035 y 2038 son los que poseen rentas corrientes más altas resultandos ser, bajo esta métrica, los bonos más atractivos.

Bono	Cupón Corriente %											
	ene-24	jul-24	ene-25	jul-25	ene-26	jul-26	ene-27	jul-27	ene-28	jul-28	ene-29	jul-29
GD29	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
GD30	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
GD35	10,2%	10,2%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	13,3%	13,3%	14,0%	14,0%
GD38	10,1%	10,1%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
GD41	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
GD46	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	12,2%	12,2%	13,9%	13,9%
AL29	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
AL30	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
AL35	10,7%	10,7%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	14,0%	14,0%	14,8%	14,8%
AE38	11,2%	11,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
AL41	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

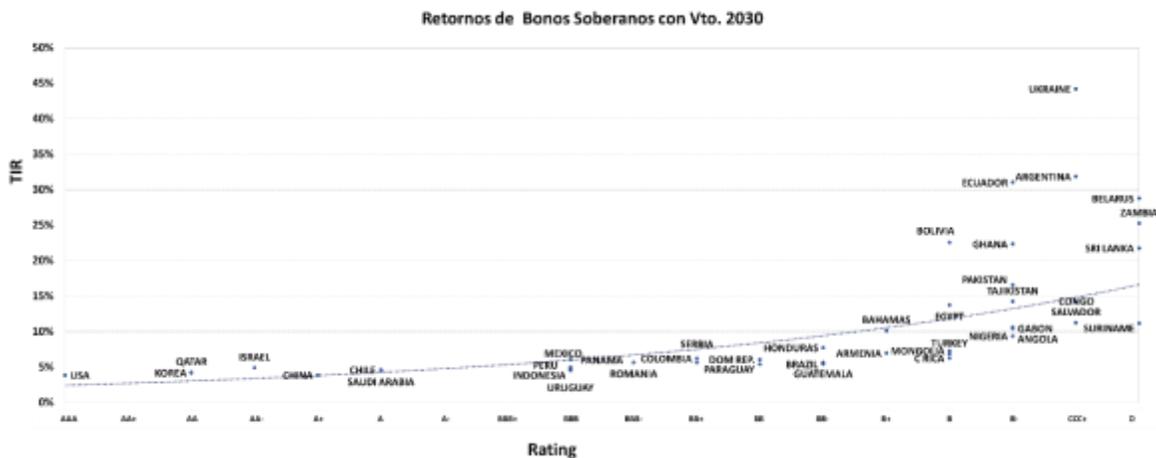
Otra forma de analizar la conveniencia de los bonos es a través del cálculo de recupero del capital. En el siguiente gráfico, se observa para cada título como se recupera la inversión inicial en la medida que pasa el tiempo, por medio del cobro de cupones y amortizaciones. En este caso, en un escenario de no default, parándonos en enero del 2025, el precio actual del bono menos los flujos hasta dicha fecha dejarían al AL30 con un valor neto de compra de 25 USD y un residuo de cobros de 95 USD. Mientras Argentina pague cada semestre claramente los bonos 2030 son una gran opción.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Fuera de la Curva

¿Qué pasaría si Argentina a mediano plazo comienza a normalizar su economía? No estamos soñando con ser primer mundo, ni siquiera ser Chile o Uruguay, sino tener algún grado de normalización macroeconómica. Como se puede ver en el gráfico a continuación, la mayoría de las economías aún con muy baja calificación crediticia tiene rendimientos muy inferiores a Argentina. Nuestro país tiene la peor de las calificaciones previas al default (CCC+), ubicándose muy lejos de la curva. Aproximarnos a ésta supone alcanzar rendimientos de países con similar calificación, a 10 años Argentina podría rendir en torno a 15%.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

No todos los bonos responden de igual manera ante una caída en los rendimientos exigidos por el mercado, básicamente cada bono tiene una sensibilidad diferente a los movimientos en los rendimientos (modified duration). En el cuadro a continuación, detallamos que pasaría con las cotizaciones de los bonos ante cambios en el riesgo percibido por el mercado (TIR). En el caso de que nuestro país tendiese a una normalización y los rendimientos se acercaran a los de países de similar calificación, los bonos convenientes para tener en cartera son básicamente los más cortos. En la medida que se reduce la probabilidad de default, la curva debería comenzar a normalizarse, estando en la actualidad completamente invertida. Esto explica el excelente desempeño relativo de los bonos al 2030 en las últimas semanas.

Simulación de precio tras cambios en la TIR

		Ley Argentina					Ley Nueva York					
		AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
Precio Actual		39,40	38,40	35,50	39,80	35,85	40,51	40,92	37,25	44,00	37,20	37,50
TIR Actual		39,56%	37,49%	22,01%	22,98%	20,09%	38,07%	34,27%	21,04%	20,59%	19,36%	22,11%
TIR	28%	49,50	46,70	27,00	32,90	25,20	49,50	46,70	27,00	32,90	25,20	30,50
	24%	54,10	51,20	32,30	38,20	29,80	54,10	51,20	32,30	38,20	29,80	34,90
	20%	59,40	56,50	39,20	45,10	36,00	59,40	56,50	39,20	45,10	36,00	40,80
	16%	65,50	62,80	48,60	54,20	44,70	65,50	62,80	48,60	54,20	44,70	48,90

*Dirty Prices

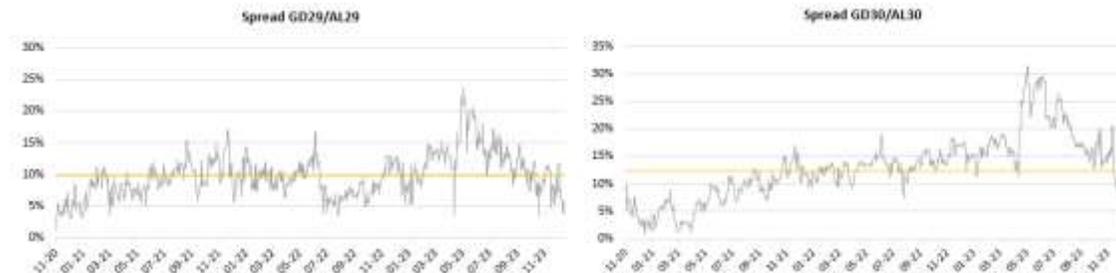
Retornos directos tras cambios en la TIR

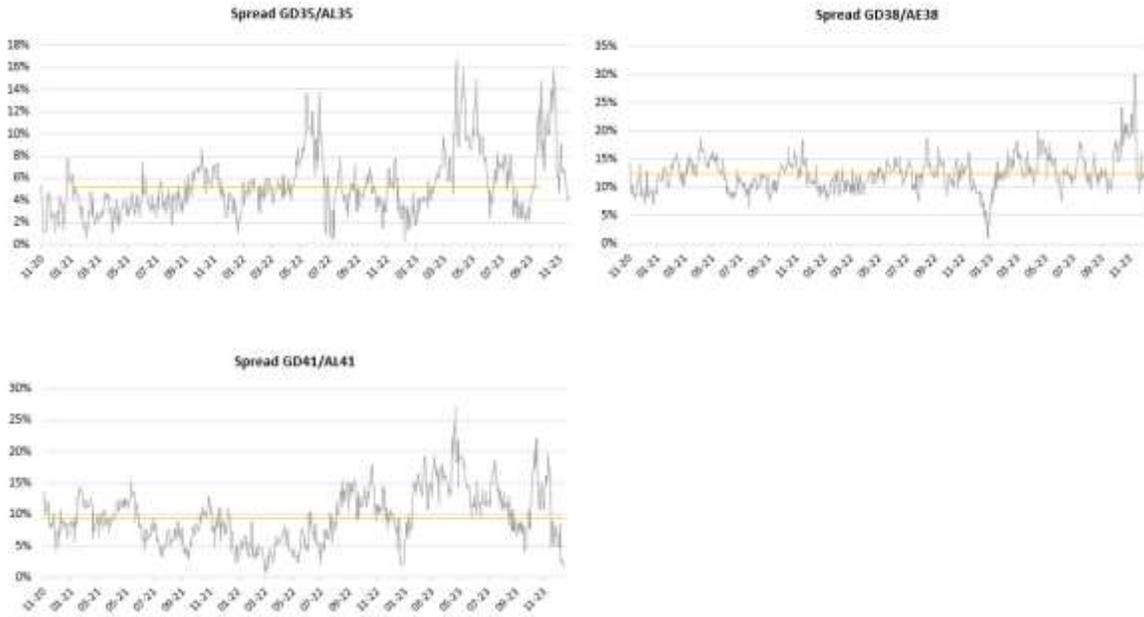
		AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
TIR	28%	26%	22%	-24%	-17%	-30%	22%	14%	-28%	-25%	-32%	-19%
	24%	37%	33%	-9%	-4%	-17%	34%	25%	-13%	-13%	-20%	-7%
	20%	51%	47%	10%	13%	0%	47%	38%	5%	3%	-3%	9%
	16%	66%	64%	37%	36%	25%	62%	53%	30%	23%	20%	30%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

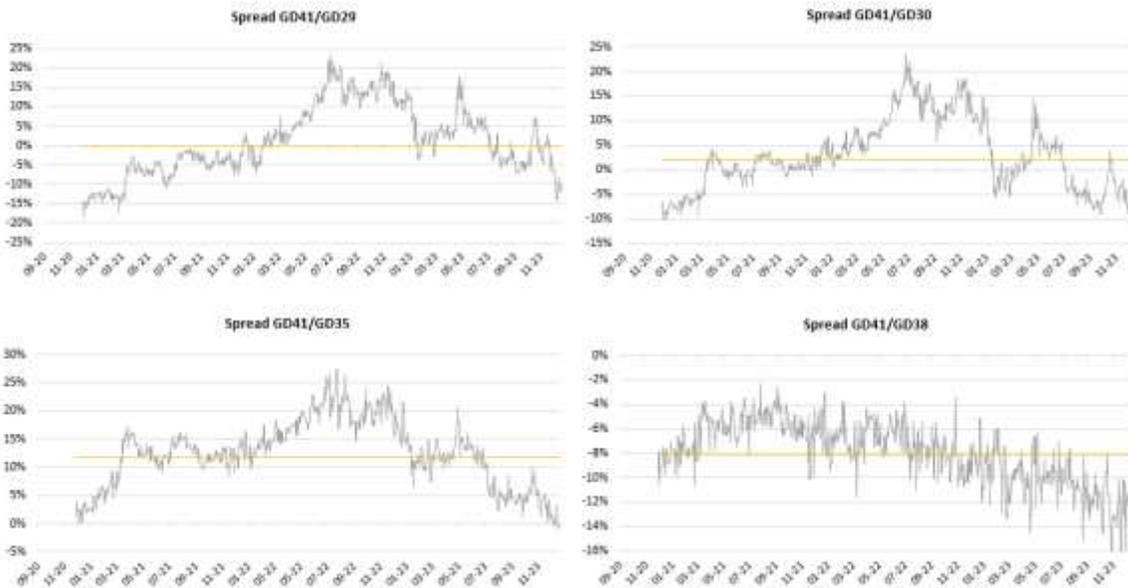
Spreads de legislación

El spread se puede simplificar comparando las paridades de dos flujos exactamente iguales, pero con diferente legislación. El mercado suele comparar los spreads actuales contra los históricos. A mayor desvío con respecto al promedio histórico, mayor incentivo para arbitrar. Luego del triunfo de Milei los spreads por legislación se han derrumbado, los bonos ley NY tiene un premio muy bajo en relación a la media histórica. Otra forma interesante de analizar los spreads, es mirar los ratios entre bonos de una misma legislación, esto se puede observar en los últimos gráficos. Mirando los ratios dentro de la legislación NY, los GD41 ganaron un fuerte atractivo durante las últimas semanas.





Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Conclusión

La selección entre soberanos depende del objetivo y las perspectivas del inversor. Más conservadores, los bonos con ley Nueva York e indenture 2005 son los más aconsejables. Para aquellos que quieren estar algo más cubiertos ante otra eventual reestructuración, comprar un bono con menor paridad es conveniente, básicamente los GD35 (dado el spread no tiene mucho sentido el AL35), además tiene

cupones interesantes a partir del 2024. Para los muy optimistas que ven una baja importante del riesgo soberano, los bonos cortos lucen como los más interesantes, siendo AL30 la mejor opción para apostar al escenario de no restructuración.

Considerando todas las variables, la liquidez incluida y el comportamiento reciente de los spreads, nuestros preferidos son el GD35 y GD41.

Muchas Gracias.

Juan José Battaglia
juan@sekoia.com.uy

Ian Weber
ian@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho Ochoa
manuel@sekoia.com.uy

Tomas Mangino
tomasmingino@sekoia.com.uy