

Trade Ideas

A lo largo de este reporte se analizará la curva de bonos soberanos emitidos por la República Argentina, las relaciones existentes a lo largo de la curva, las distintas legislaciones y rendimientos. Finalmente, se presentará el resultado de modelar diferentes escenarios para la deuda soberana.

Como conclusión, para los inversores que buscan generar flujo a través del cobro de rentas, los bonos con vencimiento en 2038 y 2041 poseen un atractivo superior a los bonos cortos. Actualmente el *spread* entre ambas jurisdicciones se encuentra prácticamente en máximos para casi todos los pares de bonos, favoreciendo la rotación de títulos emitidos bajo Ley Extranjera hacia los bonos Ley Local. Finalmente, la parte larga de la curva se encuentra cara en términos históricos respecto a la parte corta y media, debido al interés en la convexidad, que ofrece mayor *upside* y menor *downside*.

Bonos soberanos argentinos

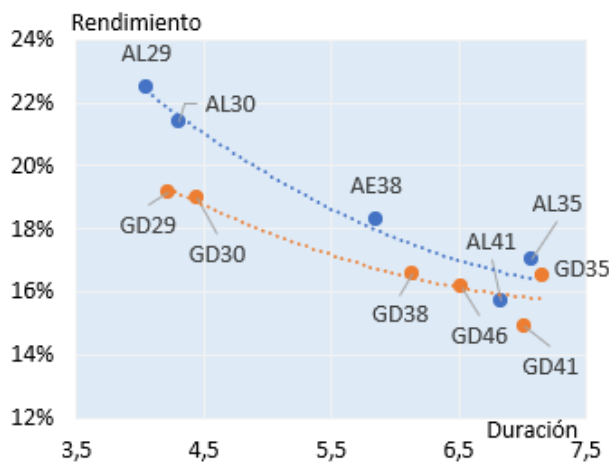
Bonos Soberanos Argentinos									
Ticker	Legislacion	Vencimiento	Prox Pago	Cupon	Precio	TIR	Paridad	DUR	Convexity
AL29	Ley Arg.	09/07/2029	09/01/2022	1,00%	36,7	22,5%	36,6%	4,0	30,1
AL30	Ley Arg.	09/07/2030	09/01/2022	0,50%	35,6	21,4%	35,6%	4,3	33,6
AL35	Ley Arg.	09/07/2035	09/01/2022	1,13%	34,1	17,0%	34,1%	7,1	82,7
AE38	Ley Arg.	09/01/2038	09/01/2022	2,00%	37,8	18,3%	37,7%	5,8	65,3
AL41	Ley Arg.	09/07/2041	09/01/2022	2,50%	37,4	15,7%	37,2%	6,8	86,5
GD29	Ley Ext.	09/07/2029	09/01/2022	1,00%	42,1	19,2%	42,0%	4,2	30,9
GD30	Ley Ext.	09/07/2030	09/01/2022	0,50%	39,6	19,0%	39,6%	4,4	34,5
GD35	Ley Ext.	09/07/2035	09/01/2022	1,13%	35,4	16,5%	35,3%	7,2	83,8
GD38	Ley Ext.	09/01/2038	09/01/2022	2,00%	42,0	16,6%	41,9%	6,1	68,8
GD41	Ley Ext.	09/07/2041	09/01/2022	2,50%	39,6	14,9%	39,5%	7,0	89,4
GD46	Ley Ext.	09/07/2046	09/01/2022	1,13%	36,5	16,2%	36,4%	6,5	84,2

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

La curva de bonos soberanos continúa mostrando una pendiente invertida, en línea con países que muestran desequilibrios económicos, tal cual se puede observar en las paridades en la que los mismos operan, en un mundo de extrema liquidez y tasas cercanas a 0%. En situaciones macroeconómicas de mayor estabilidad, la curva de rendimientos suele tener una pendiente positiva, como se puede observar en el resto de las curvas soberanas de LatAm.

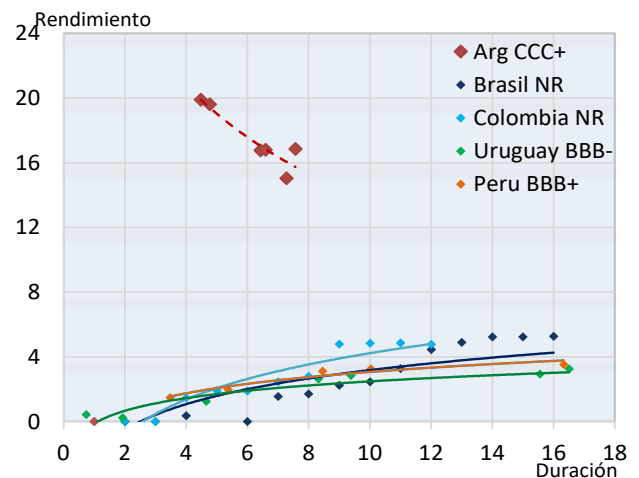
Por su parte, la curva de bonos ley local cotiza por encima de la curva ley extranjera. Este spread por legislación se explica porque los bonos ley extranjera cotizan a paridades superiores que los primeros, reflejando el interés de los inversores en buscar mayor protección a través de la ley internacional.

Curva soberana – ley extranjera vs ley local



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC.

Curvas soberanas – LatAm



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC y Bloomberg.

La métrica de *current yield* cobra relevancia en un mundo de tasas bajas

En situaciones de *distress*, además de la tasa interna de retorno, cobran relevancia a la hora de tomar decisiones tanto de posicionamiento como de trading las paridades y la *current yield* 1 (rendimiento corriente). Además, dada la estructura de cupones de los bonos soberanos, es interesante analizar cómo la *current yield* de los mismos muta a lo largo del tiempo.

En el cuadro siguiente se expone cómo varía la *current yield* hasta enero 2024 para cada bono. Actualmente, los bonos con vencimiento en 2038 y 2041 ofrecen *current yields* más atractivas, para luego los bonos con vencimiento 2035 tornarse atractivos.

Bonos soberanos – *Current yield*

Current Yield Soberanos Argentinos					
Ticker	Precio	TIR	C.Y. ene-22	C.Y. ene-23	C.Y. ene-24
AL29	36,7	22,5%	2,7%	2,7%	2,7%
AL30	35,6	21,4%	1,4%	1,4%	2,1%
AL35	34,1	17,0%	3,3%	4,4%	10,6%
AE38	37,8	18,3%	5,3%	10,3%	11,2%
AL41	37,4	15,7%	6,7%	9,4%	9,4%
GD29	42,1	19,2%	2,4%	2,4%	2,4%
GD30	39,6	19,0%	1,3%	1,3%	1,9%
GD35	35,4	16,5%	3,2%	4,2%	10,2%
GD38	42,0	16,6%	4,8%	9,2%	10,1%
GD41	39,6	14,9%	6,3%	8,8%	8,8%
GD46	36,5	16,2%	3,1%	4,1%	9,9%

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Para los inversores que buscan generar flujo a través del cobro de rentas, los bonos con vencimiento en 2038 y 2041 poseen un atractivo superior a los bonos cortos, a pesar de tener una menor tasa interna de retorno. Debido a los cupones bajos de los bonos cortos, el retorno total de los mismos depende de la apreciación de capital de la mano de una mejora en la economía, más que por el cobro propio de las rentas.

Las relaciones entre las jurisdicciones dan lugar a oportunidades de *trading*

Históricamente los bonos Ley Extranjera han cotizado con retornos menores que los bonos bajo Ley Local dado que sus condiciones de emisión son más benignas para los inversores, sobre todo en términos de CACs (mayorías necesarias para que las condiciones que rigen los mismos puedan ser modificadas). Sin embargo, **existen momentos en los cuales la relación entre ambos se disocia del *spread* histórico, dando lugar a oportunidades de *trading*.**

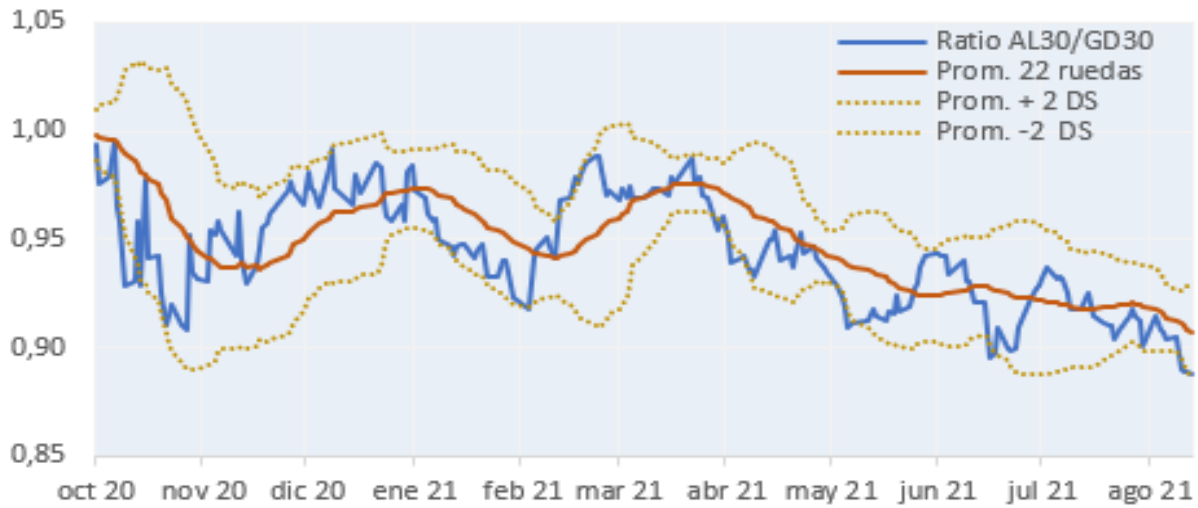
Actualmente el *spread* entre ambas jurisdicciones se encuentra prácticamente en máximos para casi todos los pares de bonos, favoreciendo la rotación de títulos emitidos bajo Ley Extranjera hacia los bonos Ley Local.

A continuación, se presentan las relaciones entre los distintos pares de bonos con mismo vencimiento. Si el ratio es alto, entonces el primer bono se encuentra caro respecto al segundo, y viceversa. **Para aquellos inversores interesados en aprovechar estas relaciones, cuando el ratio toca dos desvíos estándares del promedio del último mes (líneas punteadas) representaría**

¹ La *current yield* o retorno corriente es el retorno obtenido meramente por el cobro de cupones en el año calendario dado el precio actual del bono.

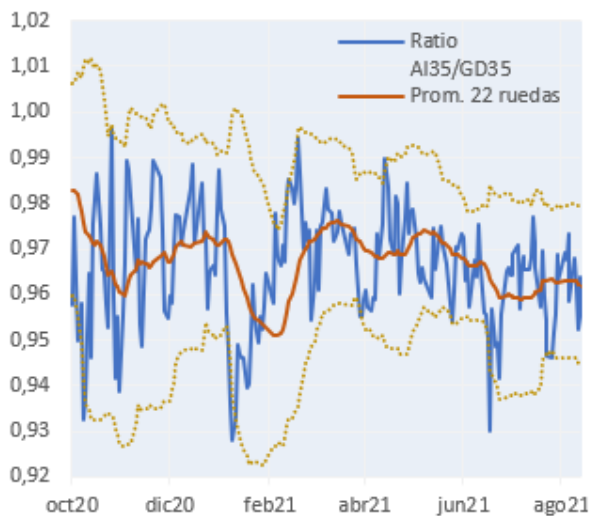
oportunidades de compra/venta, y cuando el ratio se encuentra sobre el promedio (línea roja) el ratio se encontraría en equilibrio respecto a cómo operaron en el último mes.

Ratio AL30/GD30



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Ratio AL35/GD35



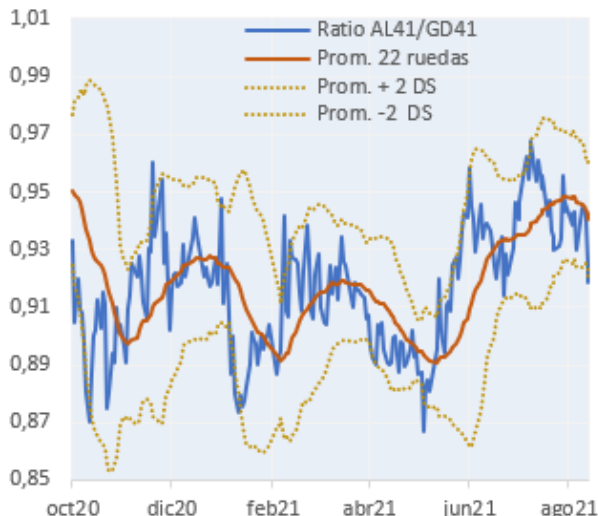
Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Ratio AE38/GD38



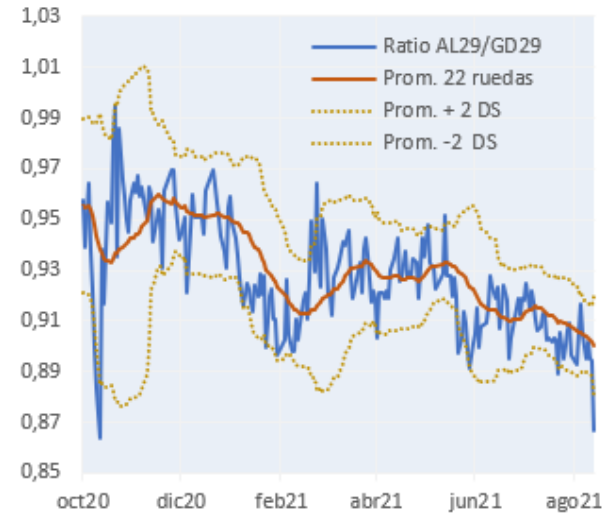
Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Ratio AL41/GD41



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Ratio AL29/GD29

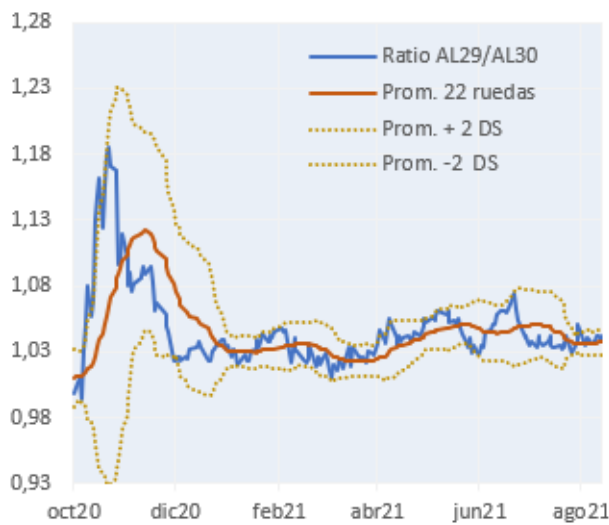


Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Las relaciones a lo largo de la curva también dan lugar a oportunidades de *trading*

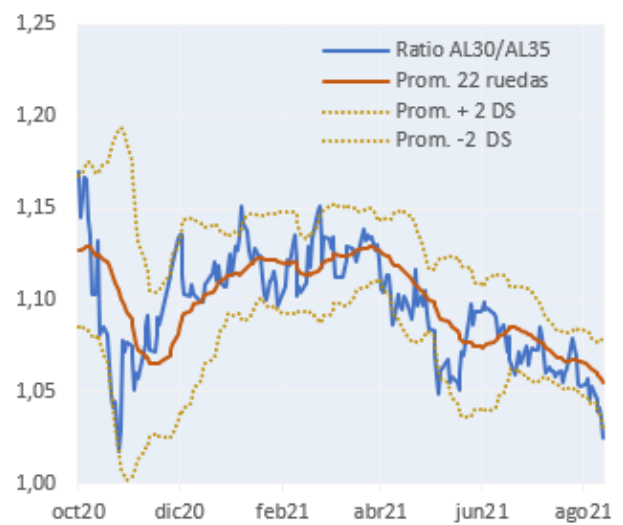
Los ratios entre bonos también pueden analizarse a lo largo de la curva, permitiendo tomar decisiones de posicionamiento a lo largo de la pendiente. La pendiente invertida de la curva permite incrementar los nominales en cartera al alargar la duración hacia bonos de mayor vencimiento, y podría a su vez mejorar el perfil de flujos de rentas. A la vez, las relaciones entre los bonos permiten tener *timing* a la hora de ejecutar dichos movimientos, o simplemente para quienes *tradean* la curva.

Ratio AL29/AL30



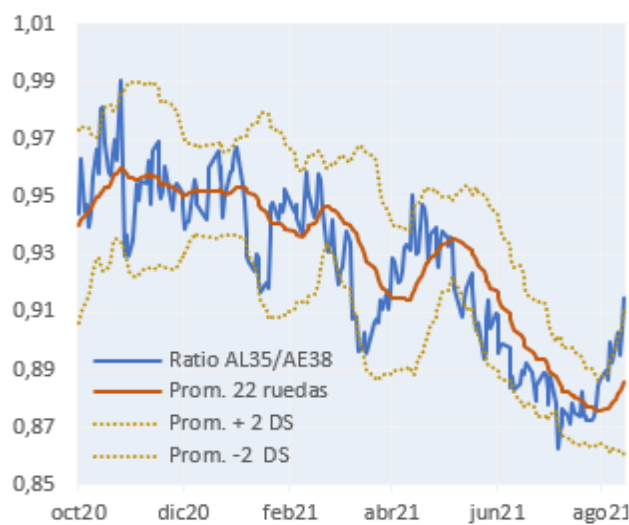
Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Ratio AL30/AL35



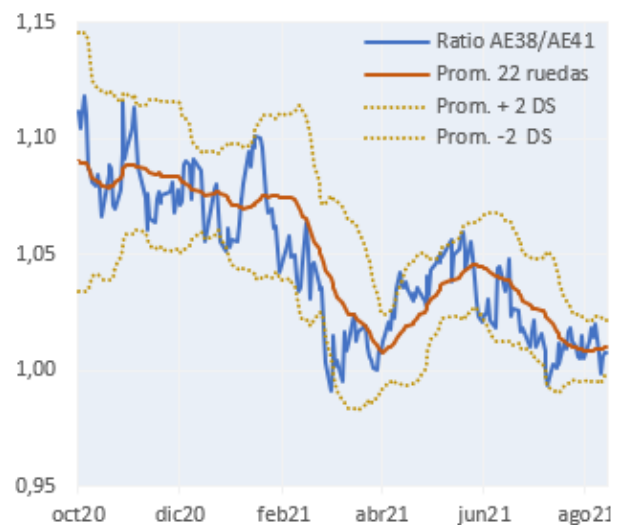
Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Ratio AL35/AE38



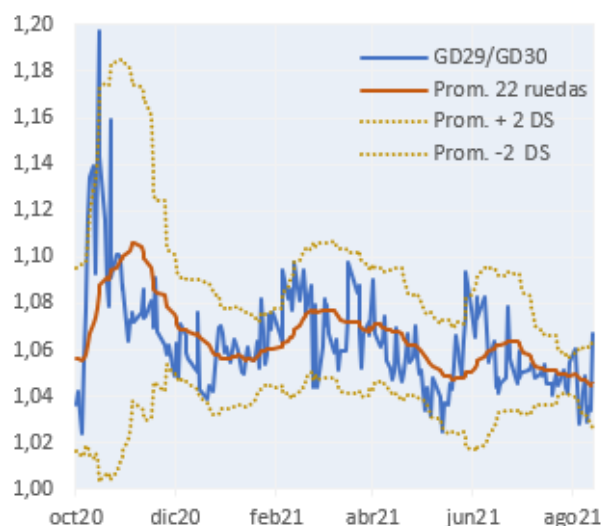
Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Ratio AE38/AL41



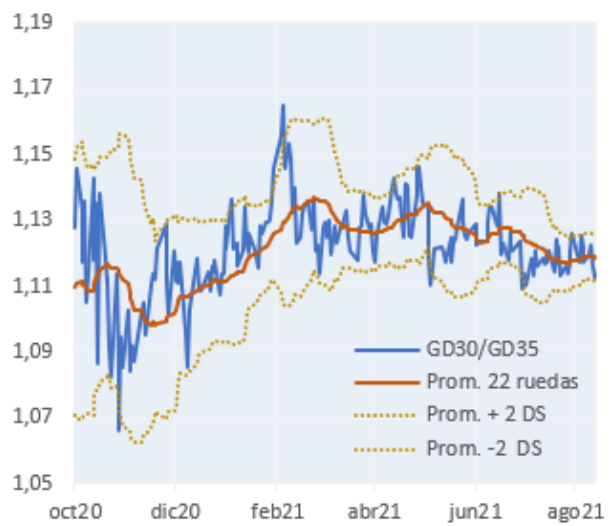
Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Ratio GD29/GD30



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

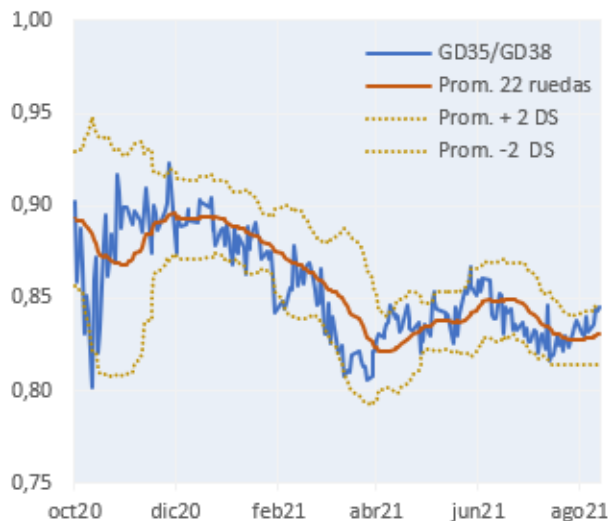
Ratio GD30/GD35



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

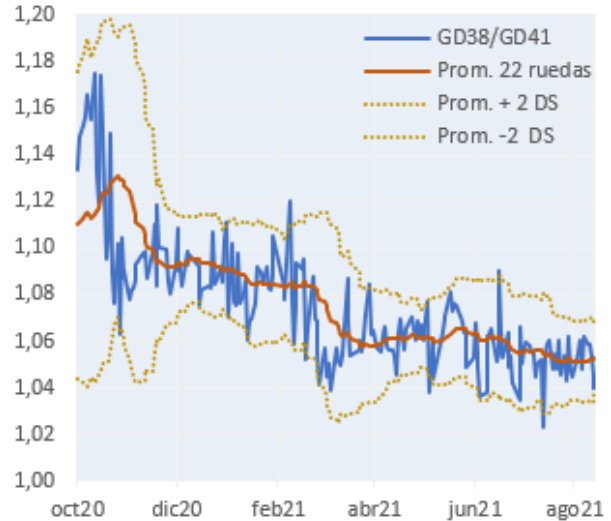
Nuevamente a la hora de interpretar los gráficos, un ratio alto indica que el primer bono se encuentra caro respecto al segundo y viceversa.

Ratio GD35/GD38



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Ratio GD38/GD41



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Como conclusiones de las relaciones entre los distintos bonos a lo largo de la curva se puede inferir que:

- El par AL30/A35 se encuentra cercano a su mínimo histórico, favoreciendo posicionarse en AL30.
- El par AL35/AE38 se encuentra sobre su segundo desvío estándar, encontrándose "caro" el AL35. De esta y la relación entre el par anterior se intuye que el AL35 se encontraría "caro" relativamente.
- El par GD29/GD30 se encuentra sobre su segundo desvío estándar siendo favorable posicionarse en GD30.
- El par GD30/GD35 se encuentra cercano a su segundo desvío estándar favoreciendo al GD30.
- El par GD35/GD38 se encuentra sobre segundo desvío estándar favoreciendo al GD38. Similar a lo observado en la curva bajo jurisdicción local, los 2035 se encontrarían caros relativamente.
- El Par G38/GD41 favorece tomar rotar al GD38.

¿Se encuentra de esta manera la parte larga de la curva cara en términos históricos respecto a la parte corta y media? A primera vista así parece y se puede intuir que los inversores buscan alta convexidad que ofrece mayor upside y menor downside ante cambios en las tasas de retorno.

Análisis de Escenarios

Por último, se presentan los retornos totales de los bonos bajo tres escenarios distintos. Para ellos se toma como fecha de valuación el 31 de diciembre de 2024, dado que a partir de 2025 comienzan a amortizar la mayoría de los títulos salvo los 2030 que amortizan 4% en julio 2024. A partir de 2025 Argentina debería buscar refinanciar sus vencimientos de capital accediendo nuevamente a los mercados.

Escenario 1

Se mantiene la curva actual y el retorno se obtiene meramente por la valuación de los activos por el paso del tiempo mas el cobro de rentas y amortizaciones. A estos niveles de tasas acceder a los mercados no deja de ser un gran desafío y las probabilidades de suceder serían al menos escasas.

Escenario 2

Normalización de la pendiente de la curva – Para ello deben acomodarse los desequilibrios macro-económicos, lograr un acuerdo tanto con el FMI como con el Club de Paris, retomar el sendero del crecimiento y mejorar las cuentas públicas.

Escenario 3

Argentina no logra acceder a los mercados requiriendo una nueva reestructuración de su deuda. Para ello se aplazan los vencimientos 10 años y se extienden por dicho periodo los cupones que debieran tener cercano a su vencimiento, además se aplica un 30% de haircut al capital adeudado.

Ticker	Legislación	Actualidad		Escenario 1 - Se mantiene la TIR			Escenario 2 - Normalización de la Curva			Escenario 3 - Reestructuración con Quita 30%		
		Precio en MEP	TIR	Precio	TIR	Retorno Total	Precio	TIR	Retorno Total	Precio	Exit Yield	Retorno Total
AL29	Ley Arg.	36,7	22,47%	67,92	22,47%	91,9%	82,85	10,53%	133%	27,18	10,00%	-19%
AL30	Ley Arg.	35,63	21,44%	65,57	21,44%	100,2%	79,7	11,04%	140%	29,2	10,00%	-2%
AL35	Ley Arg.	34,13	17,05%	49,35	17,05%	62,9%	63,5	12,54%	104%	41,76	10,00%	41%
AE38	Ley Arg.	37,8	18,31%	53,02	18,31%	67,1%	74	11,01%	123%	43,75	10,00%	43%
AL41	Ley Arg.	37,38	15,74%	48,58	15,74%	55,4%	62	11,49%	91%	29,95	10,00%	6%
GD29	Ley Ext.	42,1	19,15%	72,19	19,15%	77,4%	83,6	10,04%	105%	27,25	10,00%	-29%
GD30	Ley Ext.	39,6	19,02%	68,45	19,02%	87,4%	80,6	10,50%	118%	29,2	10,00%	-12%
GD35	Ley Ext.	35,4	16,54%	51,23	16,54%	62,4%	65,5	11,99%	103%	41,76	8,87%	36%
GD38	Ley Ext.	42	16,55%	56,33	16,55%	58,2%	75	10,75%	103%	43,75	10,00%	28%
GD41	Ley Ext.	39,6	14,90%	51,4	14,90%	53,8%	63	11,22%	83%	29,95	10,00%	0%
GD46	Ley Ext.	36,5	16,19%	51,53	16,19%	58,3%	67	11,23%	101%	37,84	10,00%	21%

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC, BYMA.

Del análisis de los mismos, dada la pendiente actual de la curva, **los bonos mas cortos ofrecen mayor upside en los escenarios 1 y 2**, seguidos por los bonos más largos, **sin embargo, en un escenario adverso los bonos 2035 y 2038 ofrecen la mayor protección** a los inversores, manteniendo retornos totales positivos. Otra manera de analizar la protección ofrecida por los bonos largos es que los mismos resisten haircuts de entre el 45% al 60% sin presentar retornos negativos a los inversores a la fecha de valuación.

Información legal

Trade Ideas es una recopilación con información sobre los indicadores más relevantes del mercado cambiario. Las principales fuentes consultadas para la elaboración del presente documento son: sitio oficial del Instituto Argentino de Mercado de Capitales S.A (IAMC), sitio oficial de Bolsas y Mercados Argentinos- (BYMA), sitios oficiales de Matba ROFEX y de los principales agentes de mercado autorizados por CNV.

El contenido expuesto debe ser interpretado únicamente como información orientativa general.

ARG Securities Advisors S.A. es un agente de negociación matrícula CNV Nro. 719, regulado por la Comisión Nacional de Valores y cuenta con un equipo de profesionales idóneos de amplia trayectoria y reconocimiento que podrán brindar asesoramiento personalizado, acorde a la tolerancia al riesgo y los objetivos de inversión de cada cliente.