

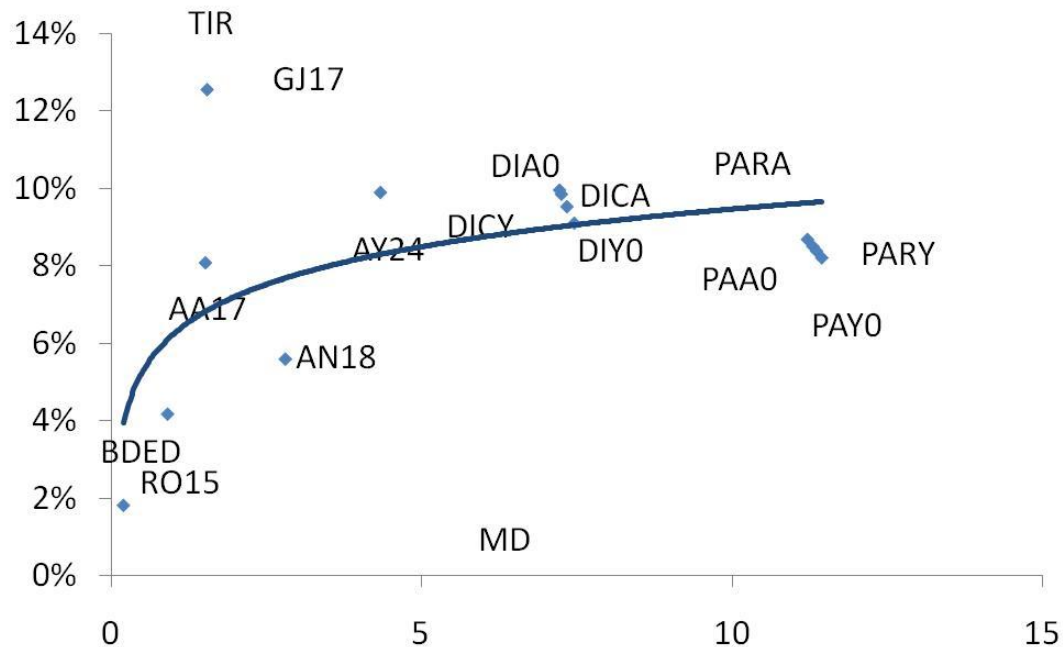
# Bonos Soberanos en Dólares

\*Análisis con precios del 23-07-15

*Consultas: [juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)*

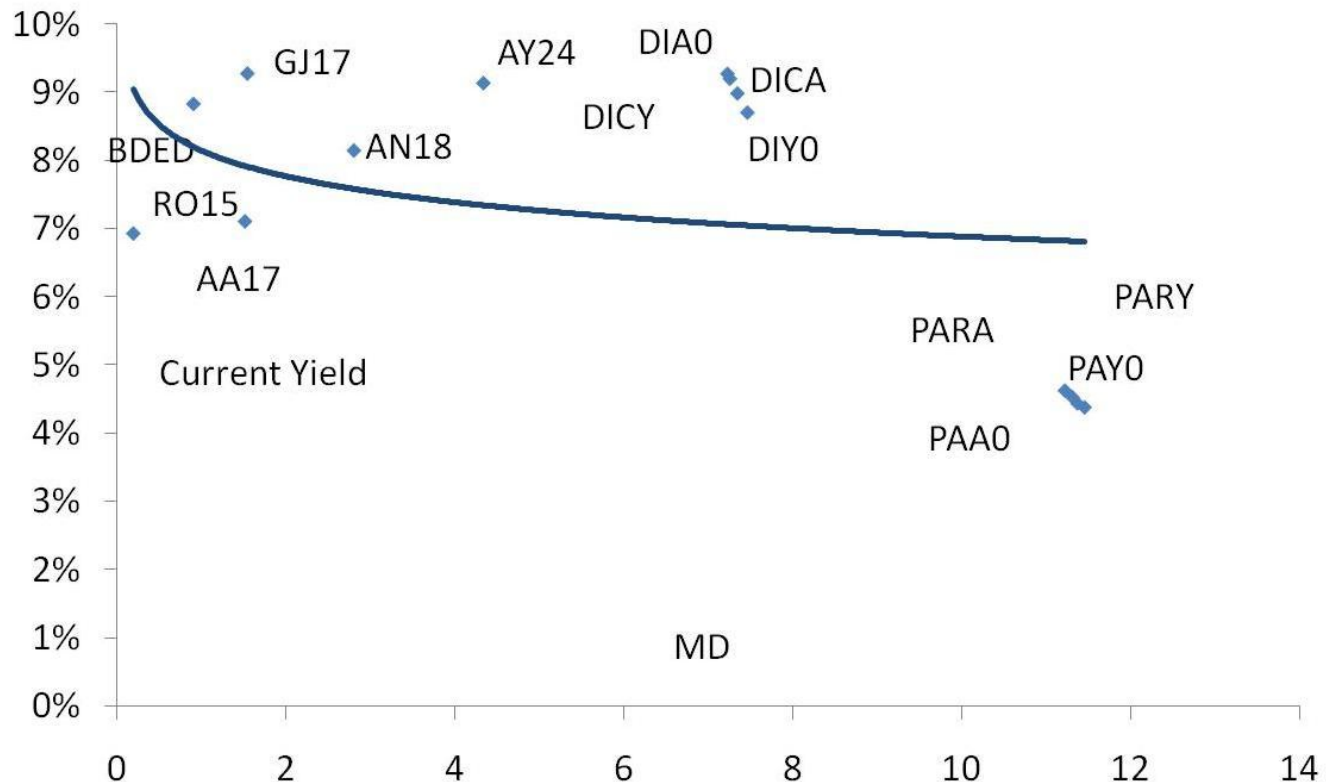
# Curva de Rendimientos

- Los mejores rendimientos, considerando reinversión (TIR), se encuentran en la parte media de la curva, específicamente los Discount y el Bonar 2024.
- El Global 2017 tiene un rendimiento cercano al 12%, por lejos el más alto. Al ser corto y estar bajo la órbita del fallo de Griesa que inhibe los pagos, el mercado le exige mucha tasa. Gran margen de suba ante un potencial arreglo con los holdouts durante el 2016 o principios del 2017.
- El Boden 2015 se desacopló mostrando una caída en su rendimiento. Swap de China y cepo importador dejaron en claro hasta el momento la prioridad de pagar la deuda en dólares.



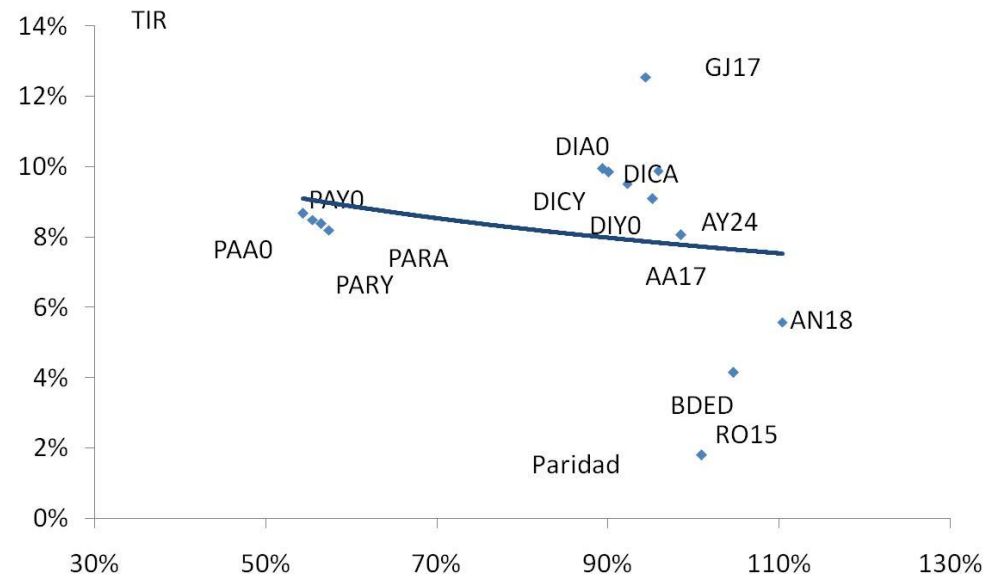
# Curva de Rendimientos (2)

- Sin considerar la reinversión -renta directa (cupón/precio de mercado)- los mayores rendimientos también se ubican en la parte media de la curva (Discount y el Bonar 24). De priorizar el cobro de cupones, es importante considerar que bonos están pagando y cuales no (ver en diapositiva 6).



# Paridades

- Para aquellos inversores pacientes que no buscan “cuponear”, el Par brinda la oportunidad de comprar con paridad extremadamente baja, por debajo del 60%. El Par ley argentina paga a los tenedores en Caja de Valores. Los tenedores del Par NY no cobran los desembolsos, quedan en el BCRA.
- La baja paridad es una buena protección ante eventuales contingencias y deja un potencial de mayores ganancias de capital hacia el futuro.
- Baja renta corriente pero buen upside si argentina se “normaliza” un poco. Debido a su alta duration, el precio debe moverse mucho para cambiar la tasa.
- Con una TIR del 10% y una paridad menor al 90% los Discount también se tornan muy interesantes.



# Griesa: ¿Qué cobro y que no?

## **Bonos Legislación Arg Emisión fuera del Canje**

**AY24, RO15 y AA17**

En principio no estarían afectados, más allá de donde estén en custodia. Los Holdouts recientemente pidieron bloquear los próximos pagos en el exterior del AY24, el Juez aún no se expidió al respecto.

## **Bonos Legislación Arg Emisión Canje**

**Par y Discount**

No están afectados los depositados en Caja de Valores. A partir del 2015 si están alcanzados los depositados en el exterior.

## **Bonos Legislación Ext Emisión Canje.**

**GJ17, PAR y Discount**

Afectados desde junio de 2014 tanto los depositados en Caja de Valores como en el exterior

Según la información conocida hasta el momento, tanto en Caja de Valores como en Euroclear los títulos van a pagar record date (al tenedor del título en la fecha de pago).

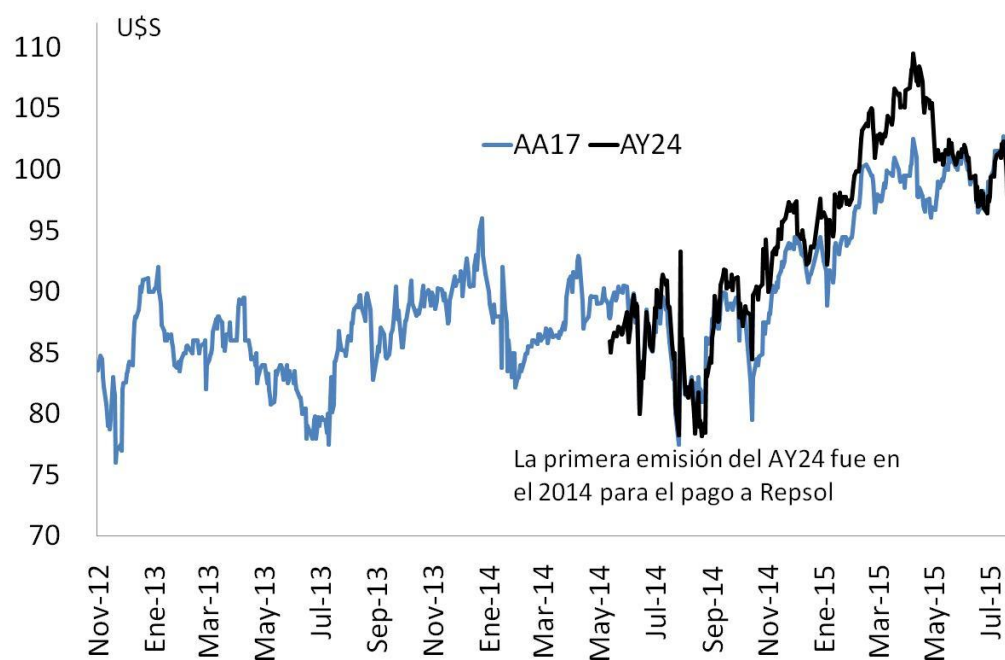
# Boden 2015

- Conveniente solamente en el caso de buscar dolarizarse en el corto plazo.
- Pagando \$1364,5 obtengo el derecho a cobrar U\$103,5 dólares en octubre de este año. Con lo cual, me dolarizo a un precio de \$13,18 y un plazo de 2 meses. Aproximadamente un 2/3% más barato que el dólar MEP. Análisis a precios de cierre del miércoles 23-07.
- No conveniente como inversión, la tasa efectiva a vencimiento es del 0,5% ( $U\$103,5/U\$103-1$ ), desaparece al considerar las comisiones.
- El mercado todavía permite rolear del Boden 2015 al Bonar 2017 o 2024 con un diferencial de precios a favor.



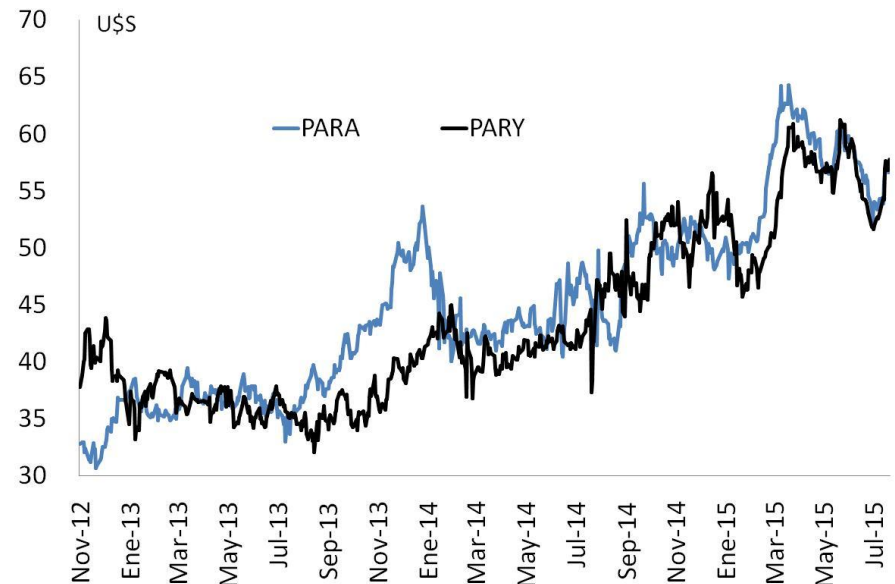
# Bonar 2017 vs Bonar 2024

- El Bonar 2017 combina una TIR del 8% con una duration del 1,6. Relación difícil de encontrar en el mundo de hoy.
- El Bonar 2024 tiene un mejor rendimiento (9,8%) debido a que el cupón es mayor y el precio menor que el 2017.
- Claves son las perspectivas para el futuro. En el supuesto de caída de rendimientos locales por supuesta normalización es conveniente el 2024. En cambio, si los desequilibrios se profundizan y el riesgo país no cede acortar la duration es conveniente mediante el 2017.



# Par

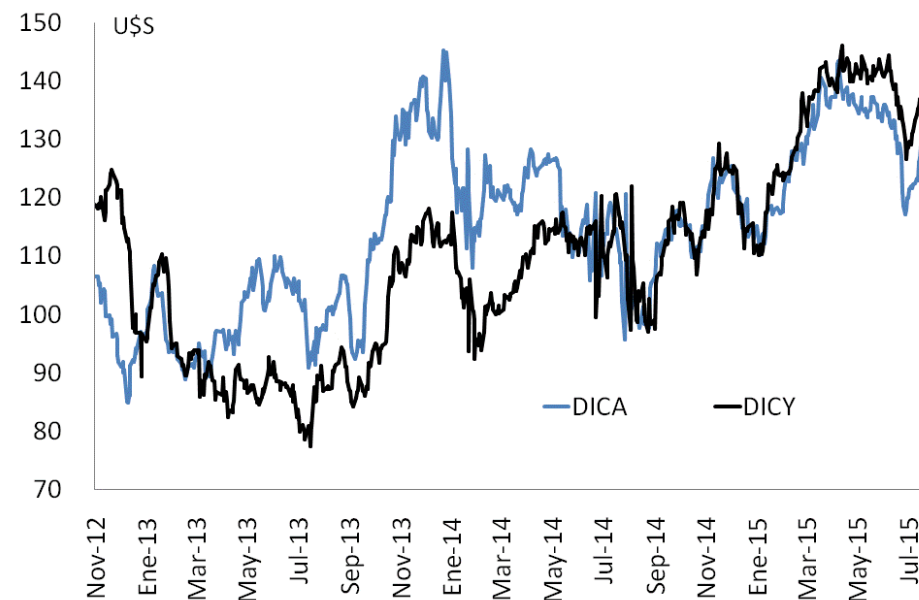
- El principal atractivo es su baja paridad, podría brindar una buena cobertura ante potenciales incumplimientos.
- Reducido cupón del 2,5%, lo que a las paridades actuales se traduce en una renta corriente (current yield) de casi el 5%. Su diseño step-up (escalera) permite que la renta crezca en el futuro al 3,75% y luego al 5,25%.
- Muy atractivo en el escenario de convergencia argentina a rendimientos latinoamericanos. Más larga es la duration, más debe subir el precio para bajar la tasa.
- A parte de la inhibición de los pagos, hay otra diferencia importantes dependiendo la legislación. Los que tienen ley NY son acelerables , los que tienen ley argentina no (ver más adelante).





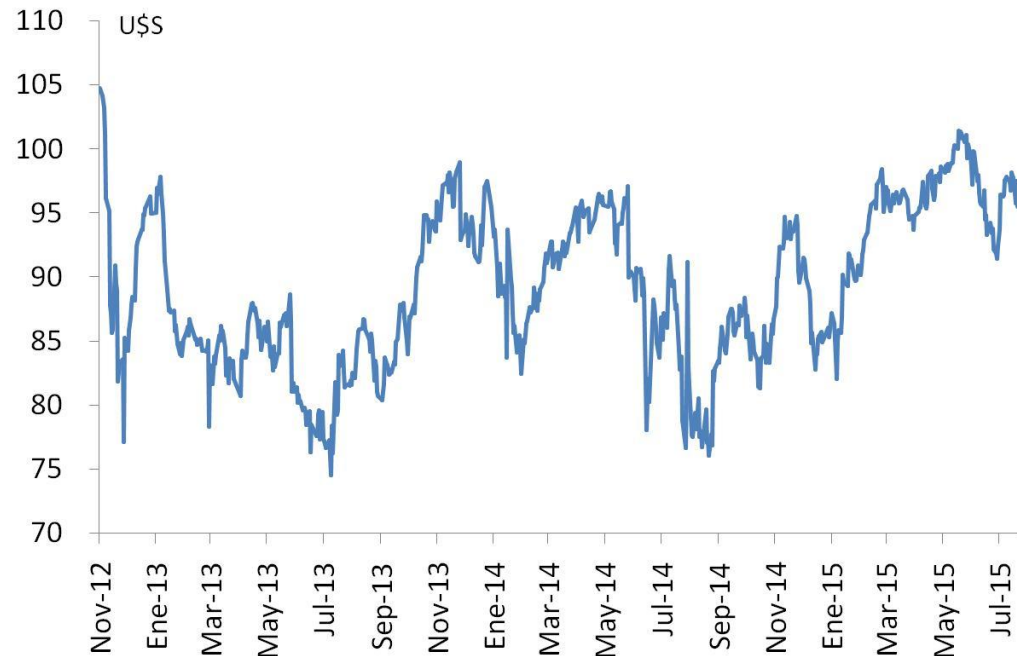
# Discount

- Excelente cupón corriente. El precio local de cada bono representa un valor residual ajustado de 140.2, debido a que durante muchos años capitalizó intereses. El cupón es del 8.28% y calculado sobre el valor residual crece a  $8.28\% * 1.402 = 11.60\%$ . A precios de mercado, el DICA por ejemplo brinda una renta corriente del 9,25% y una TIR del 9.97%.
- En lo personal, creo que el DICA es conveniente al DICY. Cotiza aproximadamente un 6% más barato, cobro los cupones si los tengo depositados en argentina y no tienen riesgo de aceleración.
- Atractivos también en el escenario de convergencia argentina a rendimientos latinoamericanos. Más larga es la duration, más debe subir el precio para bajar la tasa.



# Global 2017

- Excelente rendimiento. Será clave que se destraben los pagos antes de junio del 2017.
- Apuesta fuerte a la resolución del conflicto.
- El cupón del 8,75% es muy atractivo a las paridades cercanas al 96%. Esta combinación deja una TIR teórica mayor al 12%. En la practica dependerá del efectivo cobro de cupones para la reinversión.



# Aceleración: Terreno Incierto

- **Clausula aplicable solamente a los bonos del canje de la deuda con legislación NY.**
- Estamos en un terreno totalmente incierto, desconocido y lleno de especulaciones.
- Hasta el momento **ningún fondo solicitó la aceleración**. Se necesita el 25% de los tenedores de una serie para pedir la aceleración.
- *¿Qué implica acelerar los bonos?* Los tenedores pueden exigir el pago inmediato de la totalidad de los flujos de fondos del título acelerado.
- En teoría, los títulos con más chances de ser acelerados son los Par NY por su baja paridad.
- Sin embargo, **los incentivos de solicitar la aceleración no son claros**. Es imposible el pago inmediato, con lo cual empujaría al país a una potencial nueva reestructuración, pero esta vez sin necesidad de quita dado que no sería por falta de capacidad de pago.

# Buen fin de semana!!!

## Tiempo en Buenos Aires

**Sábado**  
25 Julio



**20° 11°**

40 km/h NE

0 mm

**Domingo**  
26 Julio



**21° 13°**

49 km/h NE

0 mm