

26 de septiembre de 2024

Donde posicionarse en la curva soberana

En nuestro *Resumen Económico* del mes pasado analizamos los números macroeconómicos argentinos ([ver acá](#)) y sus implicancias como determinantes para los precios de los bonos soberanos en dólares. La conclusión era que nos gustaban (y nos gustan) los bonos soberanos como porción de riesgo en las carteras de inversión. Como usted bien sabe, el tamaño recomendable de la porción de riesgo en la cartera es aquel que a usted le permita dormir tranquilo por las noches. Recuerde que la ansiedad y la baja tolerancia a pérdidas de capital son incompatibles con los activos de riesgo en su portafolio de inversiones.

Volvamos a nuestro tópico. ¿Por qué nos gustan los bonos soberanos? En primer lugar, porque el ancla fiscal es tan fuerte que vemos los pisos de los bonos no tan lejos de los actuales niveles. En segundo lugar, porque el Presidente muestra una gran vocación por respetar los compromisos de deuda. De llegar a instancias de canje, creemos que este sería un acuerdo bastante amigable para los tenedores. En nuestra opinión, el gran factor negativo para las cotizaciones de los bonos es el esquema cambiario y escasez de reservas internacionales. Con el actual esquema, vemos casi imposible la acumulación de reservas por parte del Banco Central. Y, con reservas negativas, no vemos mucho margen para una gran recuperación en los precios de la deuda. Dicho esto, el esquema cambiario actual puede modificarse. De cambiar el esquema e ir a uno más flexible que conlleve un tipo de cambio oficial más alto (con algún costo político y social), vemos que el potencial de suba de los bonos soberanos es todavía alto y el cupón corrido más que interesante. Por último, un factor extremadamente relevante y positivo para la deuda argentina es la baja de tasas globales. Si bien los bonos de argentina lo han hecho algo mejor que sus comparables, la correlación ha sido muy clara y el camino muy similar en estos últimos trimestres.

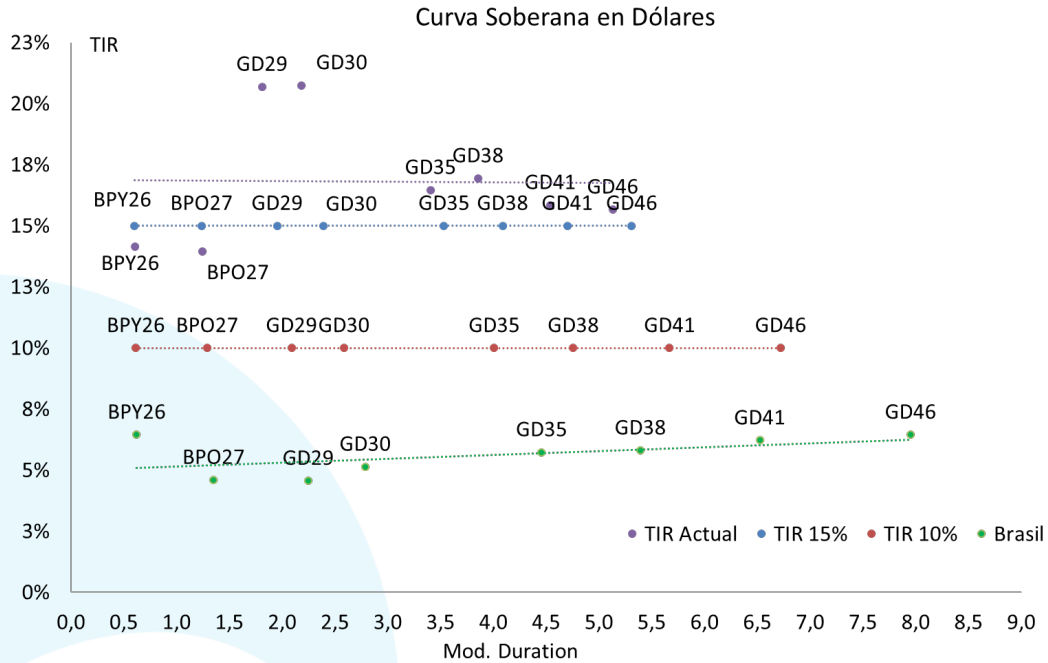
Ahora, una vez decidido a embarcarse en la aventura de la deuda argentina, la segunda pregunta sería: ¿en qué bono o parte de la curva posicionarse?

Eligiendo el punto de la curva

Para elegir donde posicionarse dentro de la curva, vamos a realizar un ejercicio muy simple. Vamos a movernos en el tiempo al 30 de junio de 2025 (justo antes del segundo cupón del año entrante) y suponer que hasta esa fecha los títulos se mantienen performing, pagan en tiempo y forma. A dicha fecha, valuamos los bonos utilizando diferentes tasas de descuento, tomando 5 escenarios. Al final del día, el retorno de cada bono no es otra cosa que el precio teórico al 30 de junio de 2025 (en cada escenario) más los cupones y/o amortizaciones cobradas a esa fecha, contra el precio actual (*total return*). La fecha de valuación nos parece razonable dado que proyectar a mayor plazo en un entorno de reservas negativas es complejo. Los cinco escenarios abarcan un amplio espectro de escenarios intermedios, pero dan un buen marco conceptual. Sobre el final, también damos alguna idea sobre un potencial roleo o canje de deuda.

Nuestro análisis se centra en la curva de globales (ley nueva york) y en los bopreales serie 1D y serie 3 (emisiones del BCRA). Recordar que los bonares (ley local) tienen el mismo flujo de fondos que su respectivo global, con lo cual las sensibilidades del precio ante cambios en las tasas de descuento son equivalentes. Sobre el final, extenderemos estas conclusiones a los bonares mirando el spread por

legislación. En el caso de los bopreales, dejamos a un lado la serie 2 dado que es muy corto (no tan comparable con el resto de la curva) y los serie 1 A, B y C dado que pueden ser utilizados para pago de impuestos (su duration puede variar). Para simplificar, los bopreales serie 1D y serie 3 son los más comparables contra la curva soberana. Veamos los escenarios.



Fuente: Cucchiara Research en base a datos de BYMA.

Escenario 1. Mercado expectante: El primer escenario supone que el mercado se mantiene expectante. Básicamente le exige la misma rentabilidad actual a deuda argentina, no hay compresión de riesgos y la curva de rendimientos se mantiene con la reversión actual. Este escenario podría darse por varios motivos, como algún tropiezo en la trayectoria fiscal, un incremento de la brecha cambiaria (como en junio/julio pasado), drenaje de pérdida de reservas, una reversión o pausa en la caída de las tasas globales, etc. Como se puede ver en el cuadro a continuación, en este escenario los retornos totales son muy similares, los GD29/GD30 serían los preferentes, básicamente al no haber compresión de riesgo los cobros de capital pesan más en el rendimiento total.

RETORNO TOTAL			
Escenario 1: TIR Actual			
TIR Actual	MD	TIR Actual	Retorno
BPY26	0,6	14,2%	10,5%
BPO27	1,2	14,0%	9,9%
GD29	1,8	20,7%	14,0%
GD30	2,2	20,7%	14,0%
GD35	3,4	16,5%	12,0%
GD38	3,9	16,9%	12,3%
GD41	4,5	15,9%	11,0%
GD46	5,1	15,7%	10,7%

Escenario 2. Lenta compresión de riesgo: El segundo escenario conlleva una lenta compresión de riesgo. Básicamente, podríamos pensar que el ajuste fiscal continúa, la brecha se mantiene acotada, el BCRA se las arregla para no perder reservas aún con cepo y atraso cambiario. Esencialmente, continúa el leve optimismo de las últimas semanas. Este escenario conlleva a una compresión de spreads al 15%. La curva plana tiene mucho sentido en este

RETORNO TOTAL			
Escenario 2: TIR 15%			
TIR 15%	MD	TIR	Retorno
BPY26	0,6	15%	9,9%
BPO27	1,2	15%	8,2%
GD29	2,0	15%	22,5%
GD30	2,4	15%	24,9%
GD35	3,5	15%	20,2%
GD38	4,1	15%	21,3%
GD41	4,7	15%	16,3%
GD46	5,3	15%	14,2%

escenario, dado que las curvas soberanas con estos spreads suelen ser planas. Como se puede apreciar, GD29/GD30 serían los preferentes, seguidos de cerca por los GD35/GD38, dado que los mayores flujos de fondos cobrados en enero de 2025 se empiezan a compensar con la compresión de spreads.

Escenario 3. Corrección cambiaria y rally: Escenario optimista conlleva una curva plana del 10%. Este supuesto se basa en economías emergentes comparables con la Argentina con rendimientos del 10%, como Angola, Egipto y Pakistán (por tomar algunos casos). Estos países tienen cuentas corrientes con déficits moderados o superávit (Angola), superávit fiscal primario (antes de intereses) y deudas externas cercanas al 40% del PBI. Por el momento, números no tan diferentes a la economía argentina. La gran diferencia radica en las reservas, donde estas tres economías tienen reservas para cubrir los vencimientos de corto plazo. El nivel de reservas ronda del 4% al 10% del PBI (Pakistán tiene menos reservas y bonos con mayor rendimiento), valores que hoy lucen muy lejanos para la economía argentina. Estamos hablando de una equivalente de USD 20.000 a USD 50.000 millones mirando el tamaño de Argentina. Para que la curva comprima a niveles del 10%, creemos que es condición necesaria un cambio en el régimen cambiario que permita acumular reservas. No estamos hablando necesariamente de una salida del cepo o unificación cambiaria completa, también podría incluir alguna flexibilización paulatina que incluya un tipo de cambio comercial algo más alto. En este escenario, la duration gana peso y los bonos largos se llevan la mejor parte, sobre todo el GD35 y el GD41.

RETORNO TOTAL			
Escenario 3: TIR 10%			
TIR 10%	MD	TIR	Retorno
BPY26	0,6	10%	13,1%
BPO27	1,3	10%	17,6%
GD29	2,1	10%	31,5%
GD30	2,6	10%	36,4%
GD35	4,0	10%	55,6%
GD38	4,8	10%	51,2%
GD41	5,7	10%	52,7%
GD46	6,7	10%	45,2%

Escenario 4. La añorada estabilidad: Soñar no cuesta nada. Apostar a la estabilidad de largo plazo de la Argentina, la misma que alcanzaron sus países vecinos estas últimas décadas, todavía luce algo lejana. Sin ir más lejos, Brasil podría prácticamente comprar toda su deuda externa con las reservas atesoradas en su Banco Central. En este escenario, sin dudas los bonos largos son los preferidos, otra vez GD35 y GD41 a la cabeza.

RETORNO TOTAL			
Escenario 1: TIR Brasil			
Brasil	MD	Brasil	Retorno
BPY26	0,6	6,45%	15,6%
BPO27	1,3	4,60%	29,3%
GD29	2,2	4,57%	43,2%
GD30	2,8	5,14%	50,0%
GD35	4,5	5,74%	98,4%
GD38	5,4	5,81%	86,7%
GD41	6,5	6,22%	93,6%
GD46	7,9	6,45%	79,3%

Escenario 5. Caos y default desordenado: El peor escenario, donde la probabilidad de default se dispara y los bonos vuelven paridades del 20%-25%. No vemos este escenario muy probable. Este potencial camino conlleva un canje forzoso de deuda o reestructuración. Si bien el posicionamiento en la curva dependerá de las condiciones del canje, la historia reciente muestra que la baja paridad es una buena estrategia. Menor paridad implica menor caída de precio y más nominales para canjear. En este escenario, el GD41 es un buen instrumento, no sólo por su baja paridad, sino también porque tiene indenture 2005, con contrato defensivo para el tenedor en los juzgados de Nueva York.

Conclusiones

Considerando los diferentes escenarios, nos sentimos cómodos con el GD41 y el GD35. Creemos que el bajo spread por legislación no amerita posicionarse en los AL41 y los AL35, más considerando la liquidez muchos más acotada de estos bonares en relación a los globales. Como podrá notar, los bopreales no están en nuestras preferencias, sobre todo luego del rally de estas últimas semanas. Considerar que el riesgo de crédito del Banco Central es menor que el riesgo de crédito que el Tesoro para instrumentos en dólares, nos parece más bien un acto de fe más que de fundamentos. Por otro lado, más allá del optimismo del mercado con el cambio de gobierno, preferimos no pagar paridades más altas en la Argentina por el momento. Aun siendo optimistas, su historial crediticio nos obliga a tomar recaudos.

En el futuro inmediato, la probabilidad de rollover voluntario de deuda determinará en gran parte la dinámica de precios. Para avanzar en un canje parcial para los bonos cortos, sobre todo los AL30/GD30 cuyas amortizaciones explican gran parte de los desembolsos de 2025 y 2026, el riesgo país debe bajar. Básicamente, para que el canje tenga sentido para la Argentina, debe despejar los vencimientos de capital en el corto plazo. Sin embargo, para que el canje tenga sentido para los tenedores de AL30/GD30, el valor actual del nuevo bono deber tener un precio igual o mayor a los AL30/GD30 a entregar. Con el actual spread crediticio ese canje hoy no es posible, porque los bonos nuevos más largos deberían tener un cupón muy alto para alcanzar un valor actual similar al AL30/GD30, un cupón básicamente que implique una carga de intereses muy alta para la Argentina. Eso hace que pierda sentido el canje desde la óptica de los desembolsos de corto plazo. Dejamos esto para un próximo *Resumen*.

Muchas gracias.

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho

manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino

tomasmandino@cucchiara.com.ar