

Bonos soberanos en USD: es momento de rebalancear



CHIEF INVESTMENT OFFICE

Tomás Ruiz Palacios

Estratega

truiz@cohen.com.ar

IDEAS DE INVERSIÓN

Desde el 9 de julio, junto con el primer pago de cupones de los bonos (el cual es simbólico y muy bajo), los bonos soberanos en USD comienzan a devengar un mayor cupón corriente; sin embargo, la diferencia de interés pagado entre los distintos bonos es enorme. ¿Cómo rotar la cartera para anticiparse a este nuevo escenario?

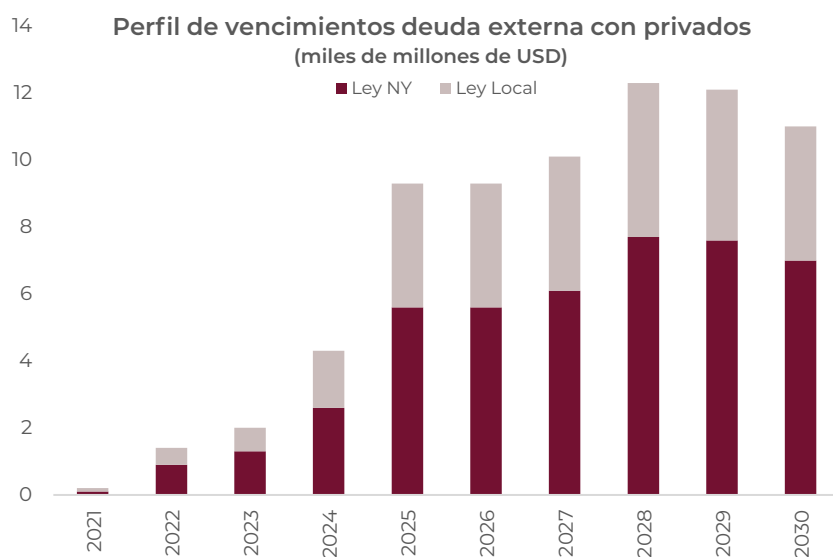
Interés Corriente en cada año				
	Precio Actual	2022	2023	2024
AL29	37,2	2,75%	2,75%	2,75%
AL30	34,9	1,46%	1,46%	2,19%
AL35	32,8	3,59%	4,78%	11,56%
AE38	35,3	5,89%	11,58%	12,71%
AL41	33,8	7,74%	10,84%	10,84%
GD29	40,0	2,58%	2,58%	2,58%
GD30	38,3	1,38%	1,38%	2,06%
GD35	33,8	3,53%	4,70%	11,36%
GD38	40,0	5,18%	10,04%	11,01%
GD41	38,0	6,93%	9,70%	9,70%

La reestructuración de deuda soberana cerrada el año pasado trajo consigo algunos puntos novedosos: el más llamativo es el bajo cupón que pagan la mayoría de los bonos, sobre todo durante los primeros años. Sin embargo, esto difiere muchísimo entre los distintos bonos, con los cortos (2029 y 2030) siendo los principales perjudicados, el 2035 un punto medio, y los 2038 y 2041 los más favorecidos.

Durante 2021, 2022 y 2023 el país debe pagar, en concepto de intereses, un total de USD 3.600 M para los tres años, un monto realmente bajo. El calendario de pagos dejará de ser tan “relajado” en 2024, año en el que se deben abonar USD 4.300 M, y se tornará realmente complicado en 2025, cuando haya que afrontar pagos anuales por más de USD 9.000 M.



IDEAS DE INVERSIÓN



FUENTE: Cohen en base a datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso

En vistas a esto, entre 2024 y 2025 se verá si el país está en condiciones de pagar la deuda externa con privados. Pero aquí hay un punto crucial: ningún país paga su deuda externa en efectivo, sino que simplemente se renueva. Entonces, tenemos un escenario binario de cara al 2024/2025: Argentina podría entrar en una nueva reestructuración o, caso contrario, lograr una baja en el riesgo país que le permita renovar su deuda.

Escenario reestructuración

Como podemos ver, en caso de que se entre en una nueva reestructuración, posicionarse en bonos largos resulta más conveniente, puesto que recuperan mediante cupones casi un 30% de la inversión inicial, mientras que los cortos muchísimo menos.

IDEAS DE INVERSIÓN

Inversión inicial recuperada a fin de cada año

	Precio Actual	2022	2023	2024
AL29	37,2	5,0%	7,7%	10,3%
AL30	34,9	1,7%	3,2%	5,3%
AL35	32,8	3,8%	8,3%	19,4%
AE38	35,3	6,0%	17,0%	29,0%
AL41	33,8	7,7%	18,1%	28,4%
GD29	40,0	4,6%	7,1%	9,6%
GD30	38,3	1,6%	2,9%	4,9%
GD35	33,8	3,6%	8,1%	18,8%
GD38	40,0	5,3%	15,0%	25,6%
GD41	38,0	6,9%	16,1%	25,3%

Además de la inversión recuperada, el GD38 y el GD41 ofrecen una protección legal superadora, al contener el indenture 2005.

Escenario rollover

Aquí entran en juego dos factores: por un lado, en caso de producirse una baja drástica del riesgo país, la curva soberana que hoy se encuentra con pendiente negativa (bonos cortos más perjudicados por potencial default) pasaría a estar positiva, favoreciendo a los bonos cortos. Por el otro lado, los bonos largos, por tener más flujos, se ven más favorecidos ante una baja en el riesgo país.

Para contemplar la suma de ambos factores, debemos analizar cómo se encontraba la pendiente de la curva de bonos soberanos cuando el riesgo país posibilitaba la renovación de deuda. Para esto, analizamos dos momentos: junio de 2017, momento en el cual Argentina emitió uno de sus últimos bonos (riesgo país en 424); además, realizamos el mismo análisis hacia agosto de 2018 (riesgo país en 700), para ver lo que sería una renovación de *stress* con unas tasas límite.

En el ejercicio, ajustamos los flujos de fondos de los bonos actuales a la pendiente de dichos momentos mediante cálculos de regresiones.



IDEAS DE INVERSIÓN

	Precio Actual	Precio rollover estrés	Ganancia	Precio rollover cómodo	Ganancia
AL29	37,2	61,15	75%	77,62	119%
AL30	34,9	57,45	70%	73,77	117%
AL35	32,8	53,48	82%	73,82	144%
AE38	35,3	59,96	99%	81,29	160%
AL41	33,8	52,54	84%	72,05	142%
GD29	40,0	63,3	68%	77,62	104%
GD30	38,3	59,62	61%	74,19	99%
GD35	33,8	56,74	87%	73,82	137%
GD38	40,0	63,18	84%	81,29	129%
GD41	38,0	55,71	72%	72,05	115%

Conclusiones

Con un horizonte a 2025, los bonos largos (2038 y 2041) están mucho mejor posicionados que los cortos (2029 y 2030). Si el escenario es negativo (reestructuración), los largos recuperan mucho mejor la inversión mediante cupones; si el escenario es positivo (renovación de deuda, ya sea cómoda o bajo estrés) también los largos obtienen mayores ganancias.

De esta manera, recomendamos rebalancear las carteras hacia bonos largos.

Accedé a <https://perspectivas.cohen.com.ar/> donde analizamos las últimas tendencias de Argentina y del mercado Internacional relacionadas a la macroeconomía, Renta Fija, Renta Variable, Tipo de Cambio, entre otras. También podrás profundizar en informes temáticos sobre Innovación, Sostenibilidad, Family Business y Globalización.

El presente informe es publicado por Cohen S.A. y ha sido preparado por el Departamento de Research de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen Sociedad de Bolsa S. A para la compra o venta de los títulos valores y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen Sociedad de Bolsa S. A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen Sociedad de Bolsa S. A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen Sociedad de Bolsa S. A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.