

Escenarios bonos en dólares

Los muy bajos precios que siguen exhibiendo los bonos en dólares reflejan:

1. Un diseño de cupones muy poco atractivo (más allá de una "current yield" interesante por la baja paridad)
2. La incapacidad del BCRA de acumular reservas
3. El temor a una nueva reestructuración de deuda en algún momento de 2024.

Respecto del primer punto podemos ver debajo la diferencia entre los cupones legales para los próximos 2 años y la tasa corriente a los precios actuales de los bonos. Del cuadro surge que a los precios actuales, el Global 38 y el Global 41 devolverían más del 18% de la inversión en los próximos 21 meses.

CUPÓN DE BONOS: LEGAL VERSUS CORRIENTE A RECIBIR EN DOS AÑOS

	CUPÓN LEGAL PROXIMOS 2 AÑOS ACUMULADOS	CUPÓN CORRIENTE PROXIMOS 2 AÑOS ACUMULADOS*
GD29	2,00%	4,73%
GD30	1,13%	3,31%
GD35	3,88%	12,64%
GD38	7,00%	18,79%
GD41	6,50%	18,06%
GD46	3,87%	12,44%

* INTERESES A COBRAR SOBRE PRECIO ACTUAL, ASUMIENDO QUE SE PAGAN LOS PRÓXIMOS 4 CUPONES DE INTERÉS HASTA EL 9 DE ENERO DE 2024

Respecto del segundo punto, la posibilidad de conseguir una mejora de los precios en los bonos ha estado últimamente muy asociada a la capacidad que tenga el BCRA de acumular reservas.

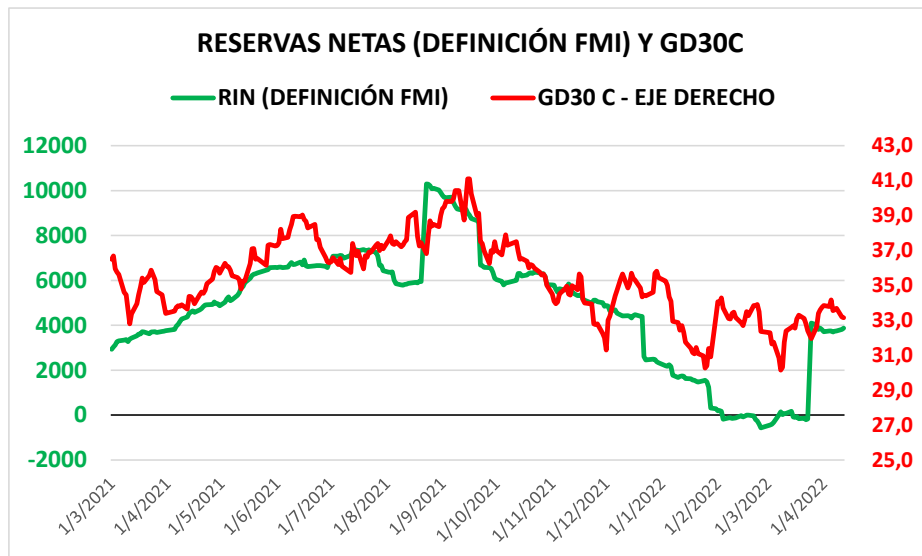
En este sentido vemos este panorama difícil en tanto y en cuanto a pesar de los excelentes precios de los granos y la fuerte liquidación de

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

los exportadores, esto no ha ocurrido hasta ahora. Quizá la estacionalidad de los próximos meses ayude en algo, pero las necesidades de importación de energía también tendrán efectos negativos que moderarían las mejoras.

El gráfico muestra la estrecha correlación entre la evolución de las RIN y los precios del GD30C



Por último, el riesgo de una reestructuración en el primer trimestre de 2024 que está presente en la cabeza de los inversores conspira contra cualquier mejora sostenida.

En este sentido, modelamos 3 escenarios a marzo de 2024:

1. No hay reestructuración, el nuevo gobierno consigue acumular divisas y evita ese escenario, logrando reingresar a los mercados internacionales de crédito para rollear deuda con privados y con FMI
2. Escenario de reestructuración "amigable", sin cambio de cupones ni quitas, pero postergando 5 años el pago de capital que comenzaba a vencer en algunos bonos en julio de 2024
3. Escenario de reestructuración agresiva, con quitas del 50% de capital y nuevos cupones del 5% anual para todos los bonos con pagos de capital desde 2036.

Las tasas de salida (exit yields) de los 2 primeros escenarios se suponen equivalentes a la tasa de los bonos de Ecuador que hoy operan con un riesgo país del orden de los 750/800 bp.



Estimamos que el escenario sin reestructuración tiene un 20% de chances, el escenario de reestructuración amigable un 50% de chances (acumulando 70% los mejores escenarios asociados a la posibilidad de un triunfo de la oposición en 2023) y dejamos un 30% de chances a un escenario de reestructuración muy agresiva con tasas de salida del orden del 22%.

Asumiendo que la tasa USA se mantiene en torno al 3%, los escenarios positivos determinarían un riesgo país en torno a los 750 bp, mientras que el negativo equivaldría a un riesgo país similar al actual pero con bonos que soportaron una quita del 50% del capital.

El resultado de cada uno de los 3 escenarios se muestra debajo.

ESCENARIO 1

ESCENARIO NORMALIZACIÓN SIN REESTRUCTURACIÓN PROYECCIÓN A MARZO 2024							
	PARIDAD	TIR	DM	PARIDAD + CUPONE S	TASA UST ESP	VAR. / ACTUAL	SPREAD ESP.
GD29	76,79	10,8%	2,51	78,8	3,0%	135%	7,8%
GD30	74,30	10,9%	2,74	75,4	3,0%	122%	7,9%
GD35	61,47	12,1%	6,13	65,3	3,0%	113%	9,1%
GD38	67,86	11,7%	5,43	74,9	3,0%	101%	8,7%
GD41	61,55	10,8%	6,67	68,0	3,0%	89%	7,8%
GD46	61,45	11,8%	5,85	65,3	3,0%	110%	8,8%
PROMEDIO							8,35%
RIESGO PAÍS EQUIVALENTE							740

ESCENARIO 2

ESCENARIO REESTRUCTURACIÓN ORDENADA Y AMIGABLE: POSTERGACIÓN 5 AÑOS PAGO DE CAPITAL SIN QUITA MANTENIENDO CUPONES INTERÉS PROYECCIÓN A MARZO 2024							
	PARIDAD	TIR	DM	PARIDAD + CUPONES	TASA UST ESP	VAR. / ACTUAL	SPREAD ESP.
GD29	49,87	10,8%	6,64	51,9	3,0%	55%	7,8%
GD30	49,93	10,9%	6,82	49,9	3,0%	47%	7,9%
GD35	52,43	12,1%	7,86	56,3	3,0%	84%	9,1%
GD38	58,00	11,7%	7,36	65,0	3,0%	74%	8,7%
GD41	53,49	10,8%	8,63	60,0	3,0%	67%	7,8%
GD46	52,82	11,8%	7,19	56,7	3,0%	82%	8,8%
PROMEDIO							8,35%
RIESGO PAÍS EQUIVALENTE							740

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



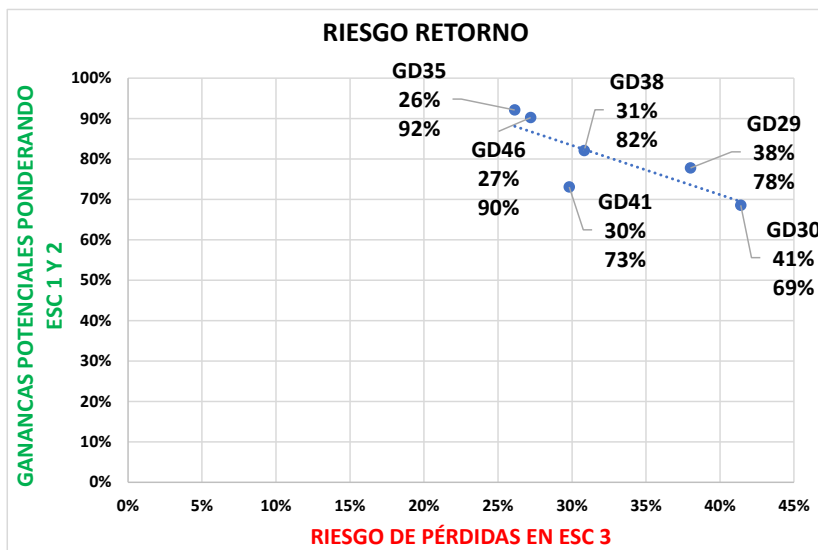
ESCENARIO 3

ESCENARIO REESTRUCTURACIÓN AGRESIVA (QUITA 50% TASA ANUAL 5%) PROYECCIÓN A MARZO 2024							
	PARIDAD	TIR	DM	PARIDAD + CUPONES	TASA UST ESP	VAR. / ACTUAL	SPREAD ESP.
GD29	18,77	22,0%	3,83	20,8	3,0%	-38%	19,0%
GD30	18,77	22,0%	3,83	19,9	3,0%	-41%	19,0%
GD35	18,77	22,0%	3,83	22,6	3,0%	-26%	19,0%
GD38	18,77	22,0%	3,83	25,8	3,0%	-31%	19,0%
GD41	18,77	22,0%	3,83	25,3	3,0%	-30%	19,0%
GD46	18,77	22,0%	3,83	22,6	3,0%	-27%	19,0%
PROMEDIO							19,00%
RIESGO PAÍS EQUIVALENTE							1.683

Ponderando cada escenario por las probabilidades que asumimos como posibles para marzo de 2024, tenemos el siguiente fair value

VALORES ESPERADOS INCLUYENDO CUPONES COBRADOS HASTA MAR-24						
PROBABILIDAD ESC		20%	50%	30%	FAIR VALUE MAR-24	VARIAC ESP
	VALOR ACTUAL	ESCENARIO 1	ESCENARIO 2	ESCENARIO 3		
GD29	33,5	78,8	51,9	20,8	47,9	43%
GD30	34,0	75,4	49,9	19,9	46,0	36%
GD35	30,7	65,3	56,3	22,6	48,0	57%
GD38	37,3	74,9	65,0	25,8	55,2	48%
GD41	36,0	68,0	60,0	25,3	51,2	42%
GD46	31,1	65,3	56,7	22,6	48,2	55%

Y la curva de riesgo retorno, arroja este resultado.



Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

lunes, 18 de abril de 2022



En conclusión, vemos buenas oportunidades de subas a mediano plazo, mientras se cobran cupones interesantes respecto al valor corriente sobre todo de los globales 38 y 41, pero con muy escasa posibilidad de ver apreciaciones de capital a lo largo de varios meses.

Ese período de tiempo sin apreciación de capital, además puede coincidir con algún riesgo de caída de precios en caso de que el oficialismo logre una eventual mejora en sus perspectivas electorales y, en ese caso las probabilidades del escenario negativo crezcan más.

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60