

5 de mayo 2023



# Trade Idea

**Update AL30 / AL30D - Un trade de largo con mucho atractivo**

## RESUMEN

1. El AL30 es un bono soberano con legislación local que presenta un spread inusualmente alto contra su contraparte de ley extranjera el GD30 (+29,7% al cierre de ayer) y comparado con el spread de los demás soberanos.
2. A los precios actuales USD 21 creemos que nos encontramos en un punto para acumular tenencias de este bono, muy por debajo de valores de recupero históricos.
3. Potencialmente puede haber puntos de entrada más bajos, pero serán puntos de entrada aún más atractivos y que invitan a tomar más posición.
4. Ante un evento en la deuda en pesos, o un incremento en los FX financieros es uno de los refugios naturales al que irán los inversores encepados, este nos gusta particularmente por la liquidez que presenta y el mencionado spread.
5. En lo que resta del 2023, el Tesoro solo necesita USD 980 MM para hacer frente al pago de los cupones; no hay amortizaciones de capital de ningún bono con lo cual no vemos alto riesgo de incumplimiento.
6. Históricamente y antes de la intervención diaria del gobierno en el mercado secundario, el spread era de 9,7%, vs el 29,7%. Creemos que este spread es desproporcionado y por ello resulta más atractivo que su contraparte de ley extranjera, GD30

## Introducción

Los bonos soberanos si bien tienen, por momentos, una alta correlación con la deuda emergente, al poseer un “high beta” variaciones en el EMB se ven amplificadas. En las últimas semanas se produjo un desacople: mientras que el índice EMB se mantuvo estable en torno a los 85 dólares, la deuda argentina mostró una caída pronunciada en las paridades.

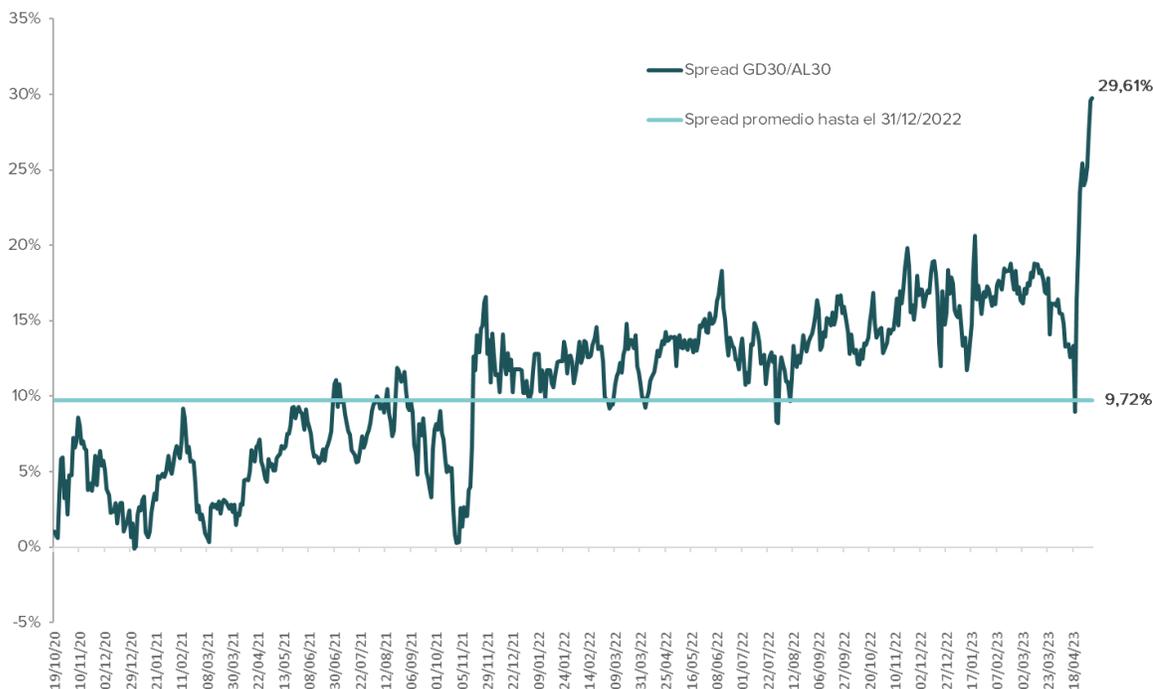
EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

**Las continuas intervenciones y cambios de normativas han hecho que el spread entre el mismo bono pero con diferente jurisdicción se incremente de forma notable.** Históricamente, tomando el período desde la reestructuración de la deuda hasta fin del año pasado, este spread se ubicaba en torno al 9,7%, hoy el mismo es 29,7%. Claramente uno puede argumentar que parte de este spread es “miedo” genuino al potencial riesgo que implica la posibilidad de cambios en las reglas de juego: localmente el gobierno tiene más espacio para realizar un cambio en los soberanos bajo ley local que los de ley extranjera. **No es un escenario que estemos viendo, puesto que implicaría sin lugar a dudas ruidos en la contraparte de ley extranjera.**

Spread de Jurisdicción GD30/AL30



Fuente: IEB en base a Refinitiv

Así, consideramos que muy probablemente ese promedio histórico se haya incrementado en parte por una percepción de mayor riesgo; pero es innegable que hay un componente que se explica por las intervenciones y cambios de normativas y que, una vez normalizadas, comience un sendero hacia una reversión al promedio histórico.

En el cuadro siguiente vemos el spread de los bonos soberanos y observamos como el spread del AL30 claramente se encuentra distorsionado por las intervenciones:

Bonos	Sperads Jurisdicciones
<b>GD29/AL29</b>	17,43%
<b>GD30/AL30</b>	29,77%
<b>GD35/AL35</b>	10,61%
<b>GD41/AL41</b>	15,05%

## Trade

Tomando como referencia valores de recuperos históricos agresivos de deudas soberanas (Rusia,2000, Argentina,2005)<sup>1</sup> que rondan los USD 30, entendemos que es un buen punto de partida para realizar un análisis factorizando en el mismo un escenario ácido llegado el caso que Argentina deba reestructurar nuevamente su deuda. Escenario que no estamos evaluando en este momento.

Incluso, desde el punto de vista económico, un canje no parece tener sentido con una tasa libre de riesgo del 5%; en ese escenario, un canje o reestructuración generaría una situación peor que la que se pretende subsanar: el incremento en pago de intereses por mayor cupón exigido sería similar al de los intereses + amortización de los bonos actuales. Finalmente, para el próximo mandato (cuando comienzan los vencimientos de capital) y dejando fuera las tenencias de bonos en manos del estado, los pagos a realizar no superan los USD 4.000 MM por año.

Bono	Precio D	Paridad	Duration	Tir	Current Yield
AL30	21,0	21,0%	2,89	57,3%	2,38%
GD30	27,3	27,2%	3,11	44,2%	1,83%

Por otra parte, en un escenario más constructivo una vez pasada la tormenta que podría ocurrir hasta el próximo gobierno (y que si ocurre brindaría puntos de entrada muy atractivos para promediar hacia abajo precios de compra), el AL30 es un instrumento que presenta un potencial de suba interesante. De esta manera creemos que a valores por debajo de los USD 25 este trade es atractivo. Como mencionamos anteriormente, puede haber puntos de entrada más bajos, si se da el caso de una coyuntura macro más compleja aún, pero creemos -que de ocurrir- serán puntos de entrada más atractivos.

## Fundamentals

El AL30 es un bono soberano “step-up” de ley argentina, actualmente tiene un cupón de 0,5% pagadero semestralmente. En 2024 se produce un incremento del cupón a 0,75% y comienza la amortización del mismo.

<sup>1</sup> “Haircuts: Estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998-2005”; Federico Sturzenegger & Jeromin Zettelmeyer; Journal of International Money and Finance No. 27, 2007

Tiempo de recupero de la inversión USD 21 (Cupones + Amortizaciones)					
Escenario 1: Sin Reinversion (Acumulado al)		Escenario 2: Reinversion al 4% (Acumulado al)		Escenario 3: Reinversion al 10% (Acumulado al)	
9-jul-23	0,25	9-jul-23	0,25	9-jul-23	0,25
9-ene-24	0,63	9-ene-24	0,63	9-ene-24	0,64
9-jul-24	5,00	9-jul-24	5,02	9-jul-24	5,04
9-ene-25	13,36	9-ene-25	13,48	9-ene-25	13,65
9-jul-25	21,69	9-jul-25	22,07	9-jul-25	22,64

	Escenario Positivo	Escenario Neutral	Escenario Negativo		
Bono	Escenario Arg rinde 11% Ley Local y 10% Ley NY	Variación a igual Tir dentro de un año	Escenario default con quita Rusia 2000 y cobros hasta jul-23	Escenario default con quita Rusia 2000 y cobros hasta ene-24	Escenario default con quita Rusia 2000 y cobros hasta jul-24
AL30	215,1%	57,3%	43,8%	45,1%	57,3%
GD30	158,5%	44,2%	10,8%	12,2%	28,3%

**INVERTIR EN BOLSA**

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre IEB (1414) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500 <https://invertirenbolso.com.ar>

---

**RESEARCH**

**IGNACIO SNIÉCHOWSKI**

*Head of Research*

[isniechowski@grupoieb.com.ar](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

**TRADING DESK**

**NICOLÁS CAPPELLA**

*Sales Trader*

[ncappella@grupoieb.com.ar](mailto:ncappella@grupoieb.com.ar)

**LUCAS DECOUD**

*Analista*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

**FEDERICO BROGGI**

*Sales Trader*

[fbroggi@grupoieb.com.ar](mailto:fbroggi@grupoieb.com.ar)

**GABRIEL PRORUK**

*Analista Jr.*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

**FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista Jr.*

[fherrera@grupoieb.com.ar](mailto:fherrera@grupoieb.com.ar)

---

## DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.