

17 de mayo 2023



Trade Idea

Update AL30 - Todavía con espacio para compresión de spread

RESUMEN

1. Desde el último [update](#) que hicimos de este trade, el AL30 tuvo un rendimiento del 12% reduciendo el spread entre jurisdicciones contra su par Ley NY en aproximadamente un 8%.
2. Aún así, mantiene un spread contra su contraparte de Ley NY del 22%, frente a un histórico del 11%, lo que nos lleva a considerar que tanto para inversores de corto plazo, como para los que ven atractivo en mantenerlo a largo (nuestro caso).
3. **Las preguntas que surgen, naturalmente son: ¿Es hora de cambiar a su contraparte, el GD30?, ¿De cerrar el trade?.**
4. Con respecto a la primera pregunta creemos que continuará siendo un bono demandado y que el spread que presenta aún es alto y justifica mantenerlo en cartera por el mayor potencial de upside.
5. La decisión de cerrar el trade o continuarlo se basa más en la preferencia del inversor. **A nuestro entender se trata de un trade muy atractivo de largo puesto que a los precios actuales USD 23 continúa por debajo de valores de recupero históricos.**
6. **¿Qué riesgo presenta hoy este trade?** Potencialmente puede haber puntos de entrada más bajos: a) por un escenario menos constructivo para la deuda emergente en general, que viene lateralizando (medida a través del EMB), b) por un movimiento en toda la curva de soberanos por efectos de mayor volatilidad política y macro y c) por nuevas intervenciones para contener los FXs que nuevamente amplíen el spread.
7. Claramente ante 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 en contraposición con la que presentan los bonos corporativos HD de ley nacional (otro vehículo que pueden utilizar aquellos que quieran mantener el acceso al MULC).

Los bonos soberanos volvieron a mostrarse desacoplados de la deuda emergente, mientras que los primeros mostraron un recuperó en las paridades de 5% en promedio, la deuda emergente medida a través del EMB registraron una caída de aproximadamente 1%. **Entre los bonos soberanos, los Bonares tuvieron una mayor suba respecto a los Globales, que evidenciaron un alza de 6% contra un 4% de los bonos Ley NY reduciendo de esta forma los spreads a lo largo de casi toda la curva de soberanos, pero especialmente entre el AL30 vs GD30.**

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

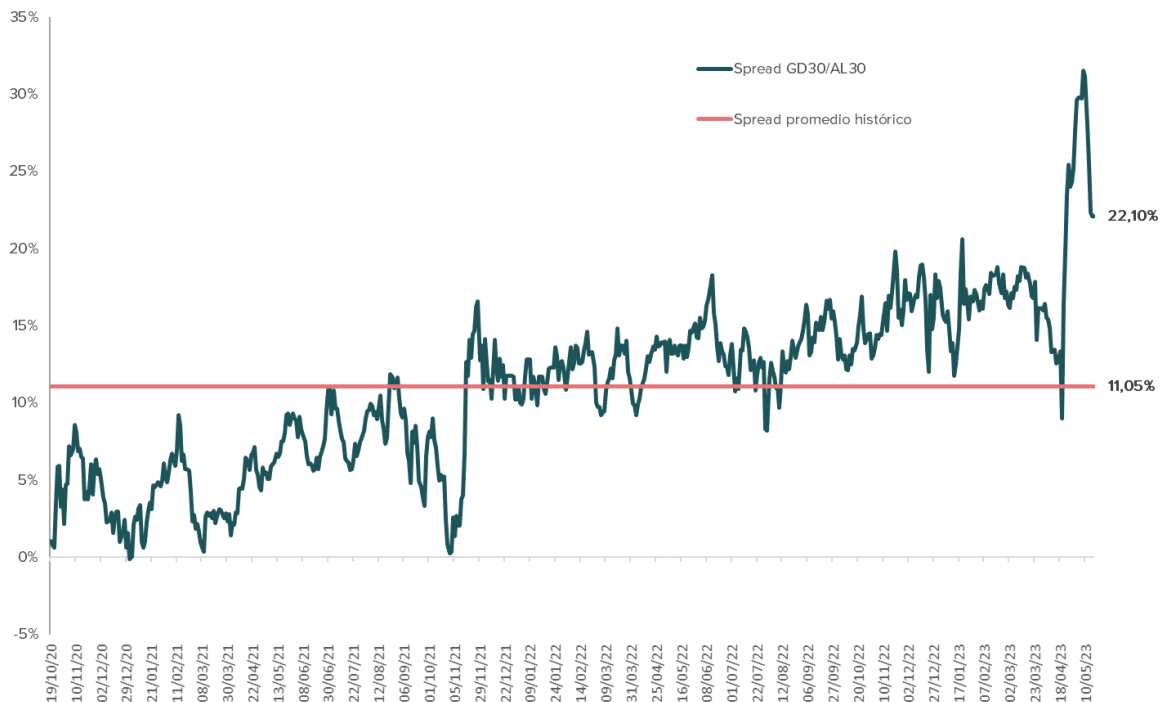
Particularmente el AL30 durante este periodo registró una suba considerable de 12%, reduciendo el spread entre jurisdicciones a un 22%, aún lejos del 11% histórico. Más allá del escenario constructivo para toda la deuda argentina, la compresión de spread podría explicarse en parte debido a ciertos cambios normativos que se implementaron. Creemos que, muy probablemente, las grandes tesorerías estén utilizando este vehículo frente a una intención de dolarizar carteras ya que la otra opción que pueden utilizar -hacerlo a través de corporativos HD con ley local- presenta el inconveniente de una baja liquidez por encontrarse altamente demandados al punto de operar con TIRs negativas.

De todas formas, el spread aún luce alto, tanto en términos históricos como en relación a los demás soberanos y contra el propio spread histórico del AL30, lo que nos lleva a continuar considerándolo atractivo con una mirada de largo plazo. **Las continuas intervenciones y cambios de normativas habían hecho que el spread entre el mismo bono pero con diferente jurisdicción llegará a niveles de 30%.** Históricamente este spread se ubica en torno al 11%,

mientras que hoy, aún después de la compresión que experimentó sigue estando por encima; un 22%.

En el [update](#) anterior explicamos extensivamente las razones por las que no consideramos probable un evento de default de la deuda soberana tanto como para lo que resta para este gobierno como para el próximo, aunque volvemos a reiterarlas debajo.

Spread GD30/AL30



Fuente: IEB en base a Refinitiv

Actualizamos el cuadro de spreads de los bonos soberanos y observamos como el spread del AL30 si bien se redujo en las últimas semanas, aún parece excesivamente alto lo que le brinda una suba potencial considerable:

Bonos	Spreads Jurisdicciones
GD29/AL29	17,32%
GD30/AL30	22,10%
GD35/AL35	8,05%
GD41/AL41	16,40%

¿Por qué creemos que el riesgo de default es relativamente bajo?

Tomando como referencia valores de recuperos históricos agresivos de deudas soberanas (Rusia,2000, Argentina,2005)¹ 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	23,5	23,4%	2,95	52,1%	2,13%
GD30	28,7	28,6%	3,12	42,4%	1,74%

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.

Ejercicio de repago de la inversión

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.

¹ “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 23 (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
9-ene-26	29,99	9-ene-26	30,81	9-ene-26	32,06

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

TRADING DESK

NICOLÁS CAPPELLA

Sales Trader

ncappella@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista

ldecoud@grupoieb.com.ar

FEDERICO BROGGI

Sales Trader

fbroggi@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista Jr.

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

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.