

# ¿Hay valor en los bonos soberanos?



**Martín Polo**  
Estratega en  
jefe de Cohen

# IDEAS DE INVERSIÓN

Con una historia económica plagada de default y juicios con holdouts por reestructuraciones fallidas, los bonos soberanos argentinos no atraen el interés de inversores en el mundo de las finanzas emergentes. Esto se refleja en sus precios que están en mínimos históricos. ¿Hay oportunidad? ¿Qué factores debe analizar el inversor para ponderar su valor?

Hace apenas dos años, Argentina reestructuró nuevamente su deuda soberana luego de haber quedado fuera del mercado tras las PASO de agosto de 2019, cuando hubo un fuerte repricing del riesgo en el mercado por las dudas sobre la capacidad y voluntad de pago que iba a tener Argentina con un nuevo gobierno. Vale destacar que antes de este evento los bonos soberanos ya venían cayendo por la crisis de deuda iniciada en abril de 2018. Y si seguimos para atrás, vemos que hay ciclos con largas subas y ciclos con fuertes y violentas bajas.

## PRECIO DE BONOS SOBERANOS



Hoy estamos en el Bear Market (mercado bajista) más largo de la historia reciente. Los bonos valen cerca de USD 26, casi 80% menos que los USD 119 del último pico de 2017. Hace cinco años que bajan y hoy cotizan cerca de los mínimos históricos. En efecto, luego del



## IDEAS DE INVERSIÓN

default de 2001, los bonos valían USD 18 y durante la crisis sub-prime en 2009, llegaron a valer USD 25.

¿Habrá que dar otra oportunidad a los bonos argentinos? Obviamente no para perfiles reacios a asumir riesgos, pero si miramos el largo plazo la respuesta es sí. Para ver si hay valor en los bonos debemos analizar dos aspectos: la voluntad de pago y la capacidad de pago.

Para el corto plazo, creemos que en el último mes, la voluntad de pago mejoró. La entrada de Sergio Massa como ministro de Economía incrementa las posibilidades de que pueda ser él un candidato para las elecciones en 2024 y lo obliga a tomar medidas más "market friendly". Así, si el puesto presidencial se disputase entre un perfil como Massa y alguien de Cambiemos tendría menor riesgo para los bonos soberanos que si la elección fuera entre opciones más extremas.

En cuanto a la capacidad de pago, no hubo cambios radicales últimamente. Sólo se vio una mayor voluntad de cumplir con las metas fiscales acordadas con el FMI. Lo importante es saber si Argentina podrá afrontar los próximos pagos y, si eventualmente no dan los números, cómo y quién lanzará una nueva reestructuración de deuda para volver a los mercados.

Con este marco de fondo, planteamos dos escenarios, uno sin canje de deuda y otro con canje.

**i.** El escenario sin canje se basa en que un país como Argentina debería poder pagar un flujo de intereses de USD 2.500 M anuales. A lo que hay que sumar que a partir de 2025 amortiza capital por USD 5.500 M anuales hasta 2030. ¿Es imposible de pagar? En situaciones normales, no. La capacidad de pago dependerá del nuevo plan económico que se implemente a partir de 2024 y, lo más fundamental, de cómo hará Argentina para ir a un escenario de superávit primario (en 2022 la meta con el FMI es un déficit de 2,5% PBI) y un mercado cambiario "unificado" que permita una acumulación de reservas "sostenible"



## IDEAS DE INVERSIÓN

para poder pagar la deuda. Este sería un escenario donde los bonos podrían rendir más cerca de 20% que de 30% en promedio de hoy. Así, los bonos valdrían cerca de USD 40, es decir que aumentarían 50% en promedio desde los USD 27 actuales. En este caso, los bonos cortos (2029 y 30) subirían más que los largos (2038/41).

**ii.** Ahora bien, el mercado es escéptico a este escenario optimista sin canje y ya imagina que cualquier nuevo Gobierno pedirá tiempo para ordenar las cuentas fiscales y lanzará un canje voluntario (“con canje”). Un canje no es mala palabra si se hace bien y de manera amigable. Este nuevo canje podría ser en 2024 y buscaría estirar los dos bonos cortos que arrancan a amortizar en 2025, como son el 2029 y 2030. Asumimos que estos dos bonos se canjearían a 5 años, sin quitas y con la misma estructura de cupones. En este escenario habría que pagar los USD 2.500 M anuales de intereses más los USD 2.500 M de capital (la mitad que “sin canje”). Como el canje sería “amigable”, tendría éxito y los bonos pasarían a rendir 15% anual y podrían valer cerca de USD 48, con un alza de 80% respecto de los valores actuales.

Perfil	Prospecto	Bonos	HOY	Sin canje (Tir 20%)			Sin canje (Tir 15%)	
	Indenture	Ley N.Y	Precio	Tir	Precio	var	Precio	var
	2016	GD29	25,3	41,6%	50,0	98,0%	40,0	58,4%
<b>Optimista</b>	<b>2016</b>	<b>GD30</b>	<b>25,8</b>	<b>38,0%</b>	<b>45,0</b>	<b>74,8%</b>	<b>38,0</b>	<b>47,6%</b>
<b>Conservador</b>	<b>2016</b>	<b>GD35</b>	<b>24,1</b>	<b>25,4%</b>	<b>33,0</b>	<b>37,2%</b>	<b>52,0</b>	<b>116,2%</b>
<b>Mayores Cupones</b>	<b>2005</b>	<b>GD38</b>	<b>30,9</b>	<b>25,2%</b>	<b>41,0</b>	<b>32,7%</b>	<b>58,0</b>	<b>87,7%</b>
	2005	GD41	29,0	21,7%	35,0	20,7%	48,0	65,5%
	2016	GD46	24,9	26,6%	34,0	36,4%	52,0	108,6%
		<b>Promedio</b>	<b>26,6</b>	<b>29,8%</b>	<b>39,7</b>	<b>48,9%</b>	<b>48,0</b>	<b>80,1%</b>

Ahora bien, ya decidido a comprar según los dos escenarios planteados, el inversor deberá tener en cuenta que hay bonos para cada perfil.

**I.** Un perfil más agresivo y optimista, con el escenario “sin canje” debería optar por el GD30.

## IDEAS DE INVERSIÓN

**II.** Un perfil más conservador debería optar por el GD35. Es un bono de baja paridad (hoy USD 25), tiene mayor resistencia a la baja si el contexto empeora y tiene más margen de suba en caso de que la situación mejore más de lo esperado. Es más defensivo y seguramente no entraría en un canje.

**III.** Un perfil que busca cupones altos debería optar por el GD38, dado que tiene un prospecto más seguro – como es el de 2005 – y, además, a partir de 2024 empieza a pagar cupones de 4,25% anuales y de 5% anual desde 2025.

**IV.** Está claro que para un perfil pesimista con el escenario económico, ninguna de las opciones es recomendada y debería evitar posicionarse en estos activos.



# IDEAS DE INVERSIÓN

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia 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 S.A para la compra o venta de valores negociables 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 S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen 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 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.

