

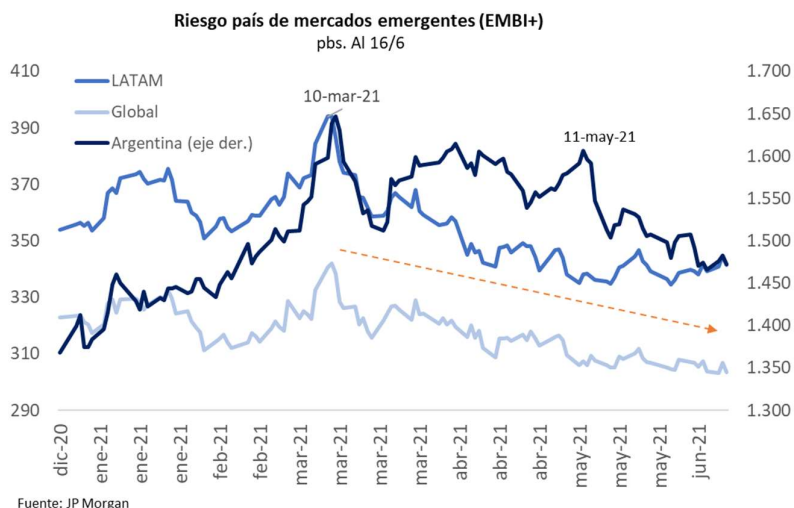
MONITOR SEMANAL

Bonos argentinos, ¿dinámica propia o acople a contexto?

Valor relativo soberano vs provinciales

En las últimas semanas los precios en dólares de los activos argentinos se recuperaron entre un 15-25% (bonos menos que acciones). Diversos son los argumentos que se utilizaron para explicar esos movimientos, algunos de índole económico-financiera y otros políticos, vinculados con las próximas elecciones. Pero más allá de cuestiones propias de Argentina, las subas recientes coinciden en el tiempo con un mejor clima para activos de emergentes en general, y de América Latina en particular.

Vemos que la menor aversión al riesgo se reflejó en la evolución de los *spreads* de los mercados emergentes en general, que desde mediados de marzo comenzaron a reducirse, coincidente también con el inicio del periodo de caída de la tasa del bono del Tesoro de EEUU (UST) a 10 años, que pasó de 1,70% a 1,49% en la actualidad (18/6).



Sin embargo, a mediados de mayo Argentina comienza a diferenciarse del conjunto de los países de América Latina; mientras para este grupo la tendencia se revierte y el riesgo país empieza a subir marginalmente, en Argentina continúa un período de reducción, en línea con el riesgo emergente global. Entre el 11-may y el 16-jun el riesgo Latam aumentó 3 pbs (a 341 pbs mientras que en Argentina cayó 134 pbs (a niveles de 1.473 pbs).

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Lucas Longo
ANALISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

JuanSommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

Riesgo país emergentes (EMBI+)

pbs y %. Al 16/6/2021

EMBI	Spread sobre USTs			Var desde ___ hasta 16-Jun-21	
	10-mar-21	11-may-21	16-jun-21	10-mar-21	11-may-21
Global	338	307	303	-35	-4
Latam	387	338	341	-45	3
Argentina	1.647	1.607	1.473	-175	-134

Fuente: JP Morgan

Pese a la reducción del diferencial de Argentina con Latam, la incertidumbre local hace que la aversión al riesgo siga siendo significativamente mayor; el riesgo país bordea los 1.500 pbs.

En términos de precios, la suba desde el 11-mayo al 17-jun fue del 10% promedio para los títulos argentinos emitidos bajo Ley NY y del 12% para los emitidos bajo Ley Argentina.

Bonos soberanos en USD: var. de precios entre el 11-may y el 17-jun

Título	Var. Px 11-may-21	Título	Var. Px 11-may-21
Ley New York		Ley Argentina	
GD29	10%	AL29	13%
GD30	10%	AL30	9%
GD35	12%	AL35	9%
GD38	10%	AL38	13%
GD41	9%	AL41	14%
GD46	11%		

Fuente: Bloomberg

En este contexto nos preguntamos a partir de este nuevo nivel de precios de la deuda soberana, ¿cuánto espacio queda para la continuidad de la suba de los bonos argentinos en los próximos meses? ¿Algún otro activo argentino podría tener mejor *performance* relativa?

En la respuesta al primer interrogante pesa la evolución del contexto internacional para la demanda de activos de países emergentes -aceleración en la inflación en EE.UU y reacciones de la FED. Sin embargo, las expectativas que puedan generar las elecciones de medio término en Argentina, influyen en mayor medida. Como lo analizamos en un informe anterior, el *upside/downside* en el precio de los bonos dependerá de la probabilidad que se ratifique o rectifique el rumbo económico y político actual de Argentina.

Considerando los niveles de precios actuales, el contexto económico-político, las chances electorales del oficialismo en

MONITOR SEMANAL

2021 y las novedades sobre los avances o no de un acuerdo con el FMI, la probabilidad y magnitud del *upside* podría más que compensar los de un escenario de *downside*. Sin embargo, no descartamos que en el corto plazo puedan registrarse caídas en precios que puedan indicar momentos de entrada más atractivos

El caso de la deuda argentina sub soberana

En lo que respecta a los bonos provinciales en USD, notamos cierta dispersión en su evolución reciente entre provincia cuando se las compara con el soberano.

Entre el 11-may y el 17-jun los bonos provinciales *performing* subieron en promedio 7%. Siendo Ciudad de Buenos, el crédito que mostró el movimiento más alineado al soberano.

Bonos provinciales en USD: var. de precios entre el 11-may y el 17-jun

Título	Var. Px 11-may-21	Título	Var. Px 11-may-21
CABA		Otros	
CABA 27	13%	Mendoza 29	4%
Cordoba		EERR 28	9%
Cordoba 25	9%	Salta 27	9%
Cordoba 27	16%	Neuqén 30	11%
Cordoba 29	6%	Rio Negro 28	4%
Santa Fé		Jujuy 27	6%
Santa Fé 23	7%	Con garantía	
Santa Fé 27	2%	Neuqén 30	2%
		Chubut 26	5%
		TdF 27	2%

Fuente: Bloomberg

Por otro lado, mientras que desde principios de mayo los títulos soberanos achicaron 130 pbs, la mayoría de las provincias ajustaron 180 pbs en promedio.

Bonos provinciales en USD: var. de spreads entre el 11-may y el 17-jun

Título	Var. Sprd 11-may-21	Título	Var. Sprd 11-may-21
CABA		Otros	
CABA 27	-307	Mendoza 29	-175
Cordoba		EERR 28	-213
Cordoba 25	-221	Salta 27	-212
Cordoba 27	-247	Neuqén 30	-275
Cordoba 29	-73	Rio Negro 28	-73
Santa Fé		Jujuy 27	-165
Santa Fé 23	-509	Con garantía	
Santa Fé 27	-25	Neuqén 30	-17
		Chubut 26	-136
		TdF 27	-53

Fuente: Bloomberg

MONITOR SEMANAL

Dejando de lado las cuestiones relacionadas con la profundidad y liquidez del mercado de deuda sub soberana, que afecta las comparaciones entre distintos tipos de crédito, nos preguntamos si de la diferente evolución de los créditos soberanos y sub soberanos se concluye que es atractivo aumentar la ponderación de títulos provinciales en las carteras de inversión.

En un escenario positivo, en donde los bonos soberanos comprimen su rendimiento hasta cotizar en promedio a 1.000 pbs de *spread* (tomamos como referencia la cotización de la curva soberana inmediatamente después del canje de deuda en septiembre de 2020, esto supone una compresión de entre 700 pbs y 400 pbs respecto de los niveles actuales) y, suponiendo que el *spread* de los bonos provinciales respecto del soberano es similar al promedio de los años 2017-2018, el aumento del precio de los bonos soberanos sería mayor que el de los bonos provinciales. Mientras los títulos soberanos podrían apreciarse entre 20-40%, los bonos sub soberanos podrían alcanzar una apreciación entre 10-20%.

Sin embargo, un factor adicional importante a considerar es el diferencial en los cupones. En el soberano, actualmente el *carry* que ofrecen es bajo, al tener un cupón de 0,125% para la mayoría de sus bonos (excepto GD29, con 1% de cupón). El cupón sobre precio actual está en un promedio de 0,35% (GD29 en 2,46%). En las provincias los cupones son más altos, en promedio 5% para la deuda *performing*, que, calculado sobre el precio actual, arroja un *carry* promedio de 7%. Este diferencial puede favorecer posiciones en títulos provinciales, sobre todo para aquellos inversores que no estén convencidos de la potencial apreciación en los precios, pero quieren mantener una posición en Argentina.

Vencimientos de capital e intereses de deuda bonos en USD

USD MM. A May-2021

	2022	2023	2024	2025
Soberano	1.388	2.052	4.345	9.504
Provincias*	669	1.221	1.319	1.788

* No se incluye PBA ni La Rioja, que están en procesos de reestructuración

Con relación a los servicios de deuda, el monto que vence en el agregado provincial es menor que el que debería pagar el

MONITOR SEMANAL

soberano (tener en cuenta que la mitad de la deuda provincial es PBA, la cual todavía está bajo negociación y por lo tanto no se incluye en los montos). Aún si se incluyesen los montos a pagar por los servicios de la deuda de PBA, el monto total no pareciera ser significativo por lo menos hasta 2023.

En conclusión, creemos que la mejora del soberano, actualmente en línea con emergentes en general -y Latam en particular- podría tener algún recorrido adicional, aunque no necesariamente en el corto plazo. La incertidumbre sigue siendo elevada. En bonos provinciales, los *drivers* son similares a los del soberano, aunque pueden ser más atractivos para inversores que busquen mayor *carry* en su inversión en el corto plazo - aunque la prima por liquidez es un elemento que también hay que considerar.