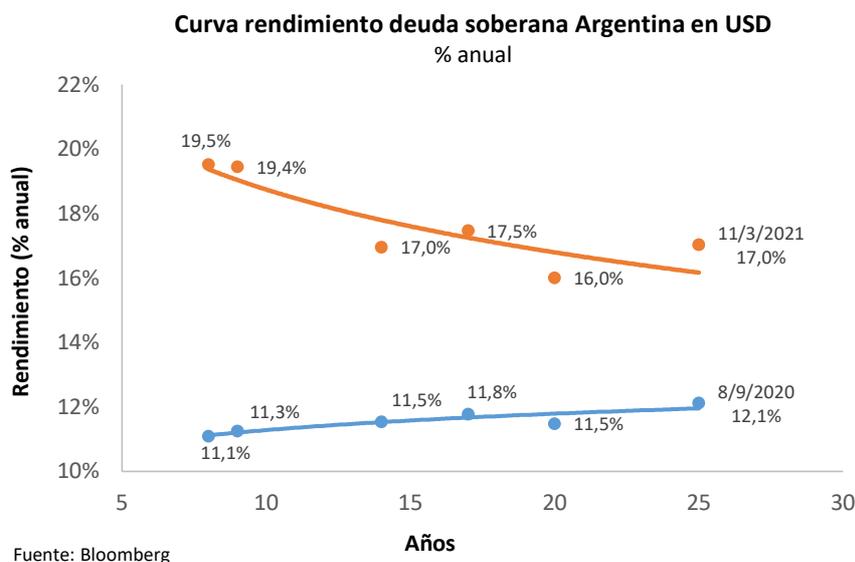


¿Qué se lee en los precios de los bonos de Argentina?

Los precios de los bonos soberanos en USD están en los mínimos desde su fecha de emisión, en niveles promedio de USD 33 por cada 100 de nominal. Recordemos que hace siete meses, cuando se cerró el canje – exitoso si se lo mide por la magnitud de ahorro en servicios de la deuda de los próximos años- el precio que destrabó el acuerdo con los acreedores fue USD 55 descontados al 10% anual, tasa que se suponía podía ser de mercado post canje – hoy el rendimiento promedio es 17,6%. Desde que comenzaron a cotizar los nuevos bonos, la tendencia fue siempre a la baja, aun en condiciones financieras internacionales muy favorables para Argentina. El cambio en la curva de rendimientos –pendiente y nivel- lo refleja.



Identificamos algunos de los elementos que consideramos están incidiendo sobre la caída del precio de los bonos:

- Confusión generalizada: producto de la falta de señales claras sobre el rumbo de la economía. Para los inversores la falta de definiciones aumenta el riesgo de que Argentina deba volver a reestructurar la deuda con los acreedores privados una vez transcurrido el período de gracia.
- Liquidez: el mercado de deuda soberana argentina tiene una extraordinaria baja liquidez. Los

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Lucas Longo
ANALISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

fondos que naturalmente demandarían deuda de mayor riesgo (ej, *distress o hedge funds*) tendrían actualmente una posición técnica de sobre exposición a títulos argentinos. Sin aparecer compradores, es difícil que los precios encuentren un piso.

En un contexto diferente, con instrumentos financieros (préstamos en lugar de bonos) y acreedores distintos (bancos en lugar de bonistas) la deuda argentina llegó a cotizar en los años 1988-89 por debajo de USD 10. Más cerca en el tiempo, la deuda de Venezuela llegó a cotizar a niveles de USD 10-11. Previo a cotizar en esos mínimos, se asumía que los precios de los bonos ya habían encontrado un piso en niveles de USD 20s, pero ante un nuevo evento negativo, seguían bajando hasta llegar al precio mencionado.

- Riesgo de crédito (emergente): la categoría emergente fue particularmente golpeada durante la pandemia –relativamente más América Latina. También tuvo una fuerte recuperación hacia fines de año, cuando el “*flight to quality*” inicial dejó lugar a un flujo neto de inversiones hacia esos países. Sin embargo, la selectividad de riesgo intra-categoría es marcada (ej, Paraguay respecto de Brasil o Argentina). Actualmente hay más incertidumbre sobre las perspectivas económico-financieras globales (inflación, tasas de interés y fortaleza del USD, entre otros) y, con ello, sobre la posibilidad de adaptación de cada economía a un potencial escenario menos favorable. Por citar un ejemplo, Ecuador, que reestructuró su deuda y acordó con el FMI el año pasado y actualmente enfrenta tensiones políticas, tiene un rendimiento de su deuda soberna a 10 años del 11% -contra el 19,7% actual de Argentina.

Otro elemento diferenciador es que la deuda argentina no tiene atractivo intrínseco por la posibilidad de “*carry*”. Al tener cupones de intereses sumamente bajos en los próximos años, también se afecta la relación riesgo-retorno.

Ante este escenario, los precios actuales están en niveles que pueden compararse con bonos *non performing*. Es decir, tendrían incorporado con una ponderación relativamente alta la posibilidad de

MONITOR SEMANAL

que se vuelvan a reestructurar tal cual fue mencionado más arriba. Como ejemplo, a los precios actuales el bono GD30 tiene una probabilidad implícita de *default* del 86-94% al 2026 –dependiente del supuesto de *recovery* que se haga.

GD 30: probabilidad default al 2026

Precio	Recovery value (%)		
	20%	25%	30%
30	84%	91%	100%
actual 33	79%	86%	94%
40	68%	74%	81%

Fuente: estimaciones propias

Ante este panorama la pregunta central es qué condiciones se deben cumplir para revertir este escenario negativo para los bonos. Posiblemente la respuesta se relacione con decisiones que tome el país para ir generando las condiciones que le permitan volver a acceder a los mercados internacionales de deuda. Un hito en ese sendero es el acuerdo con el FMI, que permita reestructurar los cargados vencimientos de los próximos años, pero aun así no sería suficiente. En algún momento, y cuanto más cercano mejor, Argentina –incluyendo nación, provincias y empresas- tendrá que acceder al mercado internacional de deuda a una tasa competitiva para financiar sus vencimientos e inversiones. Sin ello el proceso de crecimiento sostenido será difícil.

Ese elemento, sumado a los técnicos mencionados más arriba, abre muchos interrogantes y explica parte del bajísimo precio de los bonos. Mientras no se despeje esa incertidumbre los bonos tendrán alguna volatilidad y no puede descartarse que observen algún descenso adicional.