

Rotamos de GD30 a GD41

RESUMEN EJECUTIVO

La performance de los bonos soberanos en dólares ha sido excepcional en los últimos meses con los vencimientos cortos siendo los grandes beneficiados. La probabilidad de default de los globales se redujo sustancialmente de la mano de múltiples victorias del gobierno, algo que se refleja en una curva menos invertida.

Frente a estos precios e incorporando las últimas medidas del gobierno, nos preguntamos si tiene sentido seguir apostando por este *asset class*. La respuesta es afirmativa: **la idea de inversión sigue siendo atractiva en el mediano plazo, pero rotamos desde el tramo corto (GD30) al tramo largo (GD41).**

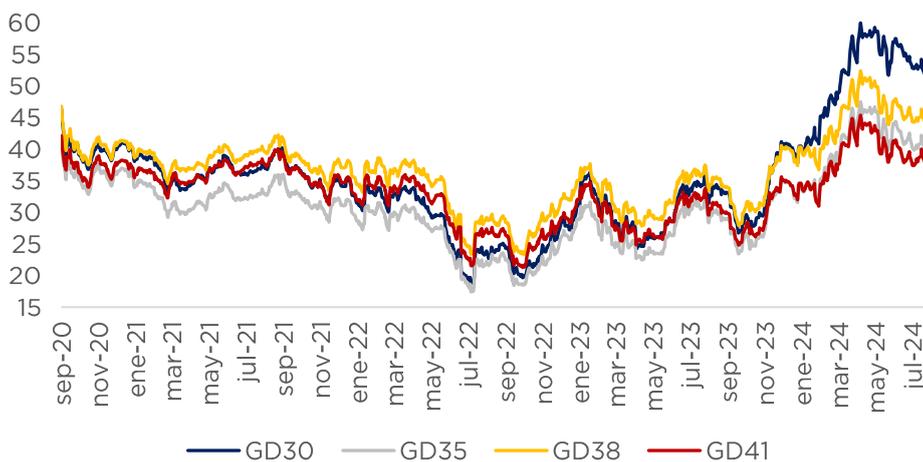
Para respaldar esta recomendación, desarrollamos un ejercicio a ene-25 (fecha de pago del próximo cupón) presentado en el siguiente documento que consiste en establecer distintos escenarios como "referencia" y calcular el retorno de los títulos en dólares para cada caso.

José M. Echagüe
Estratega

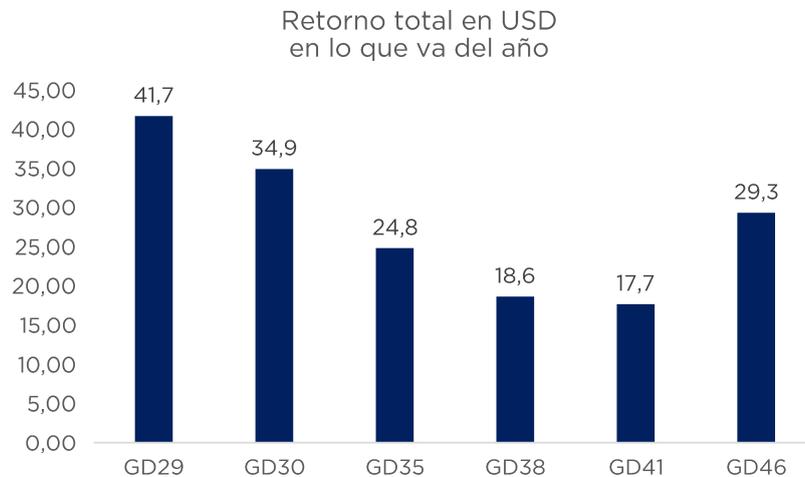
Isaias Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

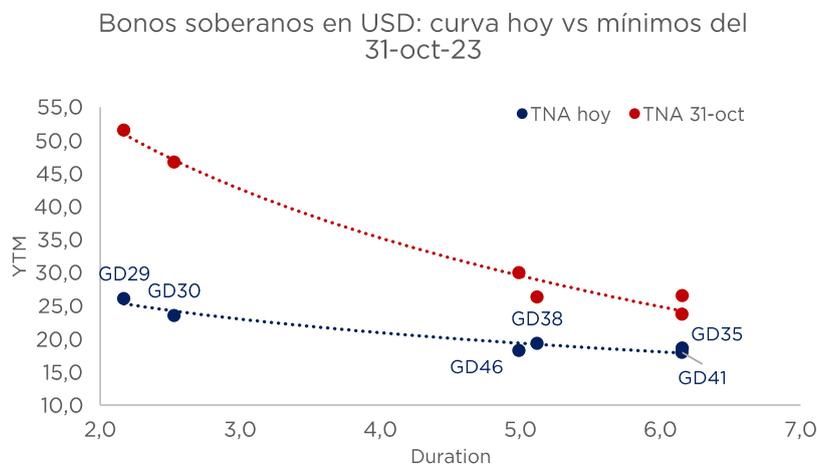
Precio en dólares de los globales
serie diaria



La performance de los bonos soberanos en dólares ha sido excepcional en los últimos meses con un retorno total promedio que alcanzó el 27,8% en lo que va del año, alejándolos de los mínimos de oct-23. En este sentido, los vencimientos cortos fueron los grandes beneficiados mientras que la reacción de la parte larga fue más modesta (casi la mitad) en términos relativos.



La historia de los precios nos dice que la expectativa del mercado mejoró de la mano de múltiples victorias del gobierno que incluyen, entre otras: el pago de cupones correspondientes a enero y julio, una mejora en la acumulación de reservas del BCRA y la promesa de mejora fiscal por parte del gobierno. Por su parte, en la última semana el gobierno confirmó que todos los pagos de capital de la deuda soberana en dólares están asegurados al menos hasta ene-26. Con esto, la probabilidad de default de los bonos se redujo sustancialmente, algo que se traduce en una curva menos invertida con rendimientos que se aproximan al 21% promedio.



Ahora bien, dada la performance reciente e incorporando las últimas medidas del gobierno (que relegan a segundo plano la meta de acumulación de reservas internacionales) nos preguntamos si tiene sentido seguir apostando por la deuda soberana en dólares. La respuesta es afirmativa: la idea de inversión sigue siendo atractiva en el mediano plazo, pero rotamos desde el tramo corto (GD30) al tramo largo (GD41).

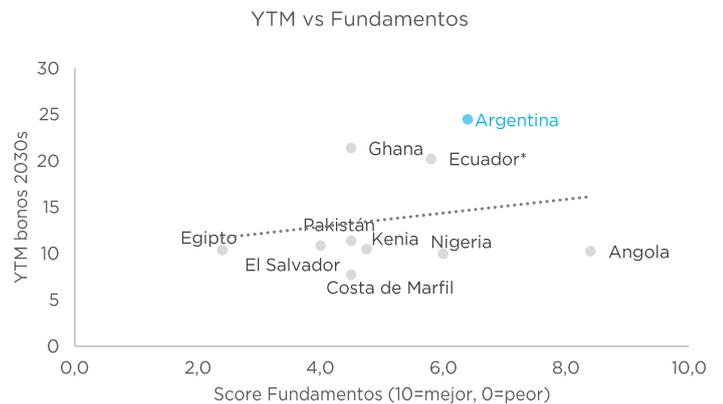
A continuación, desarrollamos un ejercicio a ene-25 (fecha de pago del próximo cupón) cuya idea subyacente es justificar el atractivo del *asset class* y la rotación al tramo largo de la curva. El mismo consiste en establecer distintos escenarios como “referencia” y calcular el retorno de los títulos en dólares para cada caso.

- **Escenario países emergentes:** es la curva que se aproxima a la de nuestros pares emergentes, como es el caso de Pakistán o Egipto. En ese caso, la compresión de los rendimientos hacia un nivel promedio - se asigna una probabilidad distinta a cada escenario - implica una diferencia en términos de retorno total entre los distintos tramos de la curva, y el tramo largo (GD35 y GD41) luce como el mejor.

Bonos	Actual			Escenario 1: CCC Probabilidad :10%			Escenario 2: Pakistán Probabilidad :60%			Escenario 3: Egipto Probabilidad :20%			Escenario 4: 30-dic-23 Probabilidad :10%			Retorno esperado
	Precio	YTM	MD	Precio	YTM	Retorno	Precio	YTM	Retorno	Precio	YTM	Retorno	Precio	YTM	Retorno	
GD29	56,1	26,3	1,7	74,1	13,1	32%	76,6	11,7	37%	82,5	8,6	47%	40	n/d	-29%	32%
GD30	52,8	23,1	2,1	70,6	13,0	34%	73,3	11,6	39%	79,4	8,7	50%	40	n/d	-24%	34%
GD35	39,9	19,0	5,1	61,4	11,8	54%	65,0	11,0	63%	69,0	10,0	73%	35	n/d	-12%	57%
GD38	44,4	19,6	4,2	65,0	12,2	47%	68,8	11,2	55%	75,0	9,7	69%	40	n/d	-10%	51%
GD41	37,5	18,5	5,1	56,4	11,8	50%	59,9	11,0	60%	63,8	10,0	70%	35	n/d	-7%	54%
GD46	42,1	18,7	4,1	59,0	12,2	40%	62,8	11,2	49%	69,4	9,6	65%	35	n/d	-17%	45%

A nuestro entender, para lograr una normalización de la curva hacia esos niveles es condición necesaria que el equilibrio fiscal registrado en los últimos meses se mantenga. Dicho esto, lo destacable en este sentido es que actualmente los *fundamentals* de la economía local no parecen para nada malos en términos relativos.

Países	Rtdo Fiscal			Deuda Bruta	Cuenta Cte	YTM 2030
	Total	Estruct.	Primario			
Angola	2,7	0,7	8	70,3	4,9	10,0
Argentina	0	0,5	2,2	86,2	0,9	24,0
Costa de Marfil	-4	n/a	-1,7	57,7	-3,8	7,7
Ecuador*	-3,4	-3,4	-2,5	54,7	0,9	20,2
Egipto	-10,9	-6,1	1,7	96,4	-6,3	10,0
El Salvador	-3,8	-3,9	0,4	84,4	-2,6	10,0
Ghana	-5,0	n/a	0,5	83,6	-1,6	21,0
Kenia	-4,0	n/a	1,0	73,0	-4,3	10,0
Nigeria	-4,6	n/a	-1,1	46,6	0,6	10,0
Pakistán	-7,4	n/a	0,4	71,8	-1,1	11,0



Fuente: FMI, WEO Database, abril 2024. Datos corresponden al 2024 proyectado

* datos corresponden al 2023, excepto el de Cta. Cte.

- **Escenario *status quo*:** en un escenario en el que “todo se mantiene igual” el riesgo país no mejora, aunque descartamos la posibilidad de un default de la deuda soberana. Dicho de otra manera, si el gobierno no levanta las restricciones cambiarias (ni unifica) y paga los vencimientos con dólares “prestados”, en última instancia no habría una mejora de los precios de los globales. En este caso, la apuesta por este segmento se trata de “ir cobrando los *cash flows*” y los vencimientos cortos se destacan por su calendario de pagos más acotado en el tiempo.

Cash Flows acum como % del precio

	ene-25	jul-25	ene-26	jul-26	ene-27	jul-27
GD29	18,5%	36,8%	55,1%	73,3%	91,4%	109,5%
GD30	16,5%	33,0%	49,4%	65,8%	82,1%	98,3%
GD35	5,0%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%
GD38	5,5%	11,0%	16,5%	22,0%	27,5%	42,8%
GD41	4,5%	9,0%	13,5%	18,0%	22,5%	27,0%
GD46	10,0%	20,0%	29,8%	39,5%	49,1%	58,6%

Sin embargo, en este escenario nuestros elegidos son los Bopreales ya que su cronograma de pagos supone una recuperación del capital invertido superior si los mantenemos hasta su vencimiento. Precisamente, si los compramos a sus precios de mercado hoy el BPJ25 habría de recuperar el 104% de lo pagado a jun-25, el BPOA7 el 120% a abr-25, el BPOB7 el 144% a abr-26, el BPY26 el 141% a jun-26, el BPOC7 el 155% a abr-27 y el BPOD7 el 168% a oct-27.

- **Escenario "ideal"**: en un escenario positivo en el que Argentina efectivamente logra ordenar sus desequilibrios y volver a la senda del crecimiento, la unificación del mercado cambiario debería derivar en tasas sustancialmente menores (¿exit yield del 10%?) con una caída importante del riesgo país. Los resultados muestran al GD41 como la opción que más tiene por ganar en términos de retorno total, sobre todo si consideramos su carácter conservador (*indenture* 2005). Esta conclusión se repite incluso en un escenario en el cual la pendiente de la curva se normaliza.

	Precio Clean	Int. Corridos	Precio Dirty	TNA	Duration	"Taka taka"				
						Retornos según exit yield***				
						10%	12%	14%	16%	18%
GD29	56,0	0,1	56,1	26,9%	1,7	51%	46%	40%	35%	31%
GD30	52,0	0,1	49,9	24,1%	2,0	56%	49%	43%	37%	31%
GD35	40,1	0,3	40,4	19,0%	5,1	85%	64%	46%	30%	17%
GD38	44,4	0,4	44,7	19,7%	4,2	76%	59%	44%	31%	20%
GD41	37,9	0,3	38,2	18,3%	5,1	80%	59%	41%	26%	13%
GD46	42,5	0,3	42,8	18,6%	4,1	70%	52%	37%	24%	14%
Promedio	45,5	0,2	45,7	21,1%	3,7	68%	54%	42%	32%	23%

* se asume que el cupón de interés correspondiente al 9-ene-25, el día del canje, se paga

*** no se asume reinversión de cupones, el retorno es directo

Repasados los resultados para cada caso, nuestro escenario base asigna una probabilidad mayor al escenario de unificación cambiaria combinado con equilibrio fiscal (ambos objetivos explícitos del gobierno), lo que se traduciría en una compresión del riesgo país desde los niveles actuales. En otras palabras, en el mediano plazo seguimos constructivos con la deuda soberana en dólares y nuestro vehículo preferido para reflejar esta visión es el GD41. Si además tenemos en cuenta que es el que mejor protege frente a un escenario donde estos supuestos no se materializan (*indenture* 2005), la recomendación cobra aún más valor.

INSTITUCIONALES & PARTNERS

Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA

Hernán Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA

Adriana Cáceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descritos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. 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 significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina deasumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.