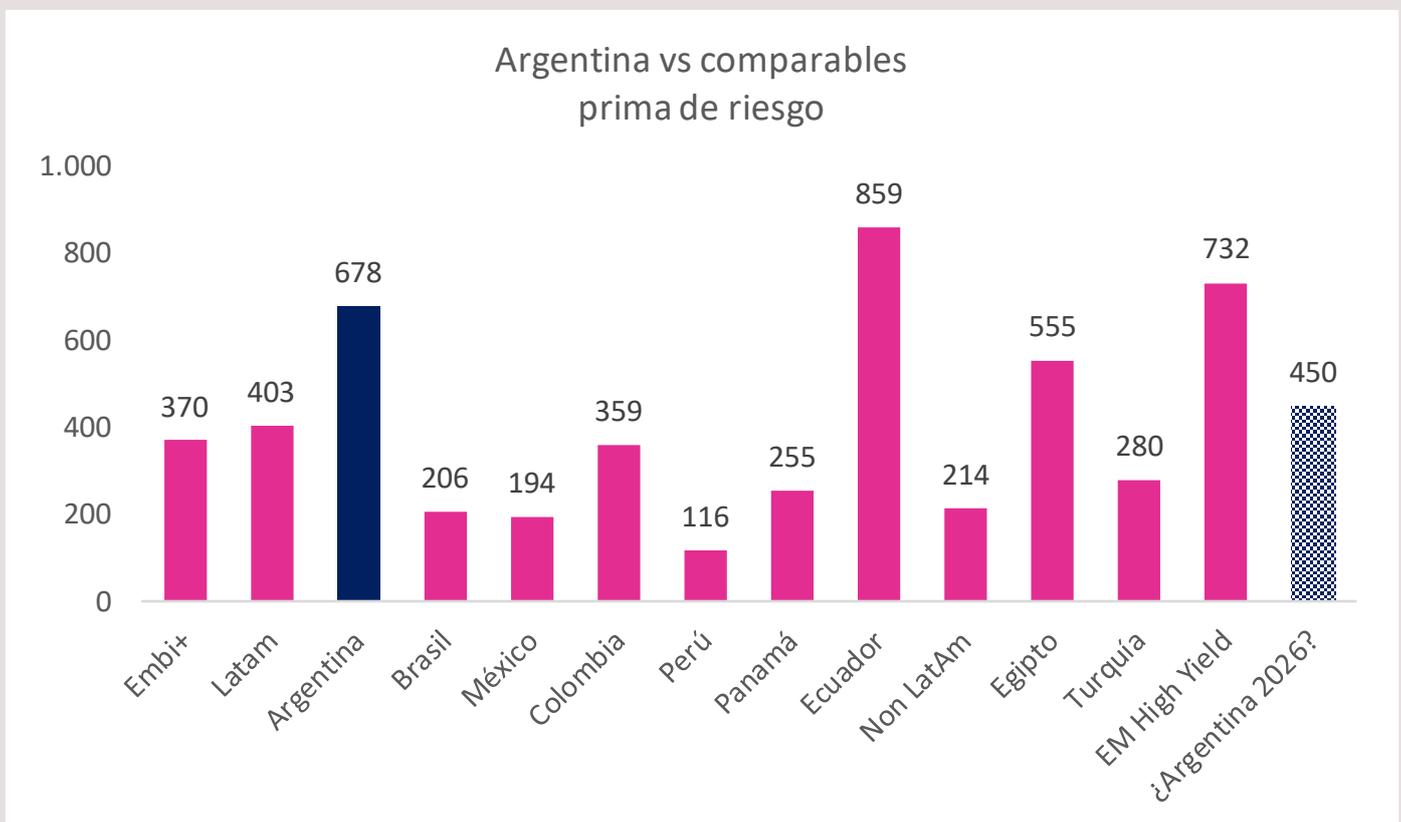


Recomendamos nuestro fondo Consultatio Multimercado V, el vehículo para captar el valor de la deuda soberana en dólares

Tras la salida del cepo, las variables políticas, económicas y financieras fueron muy positivas para el gobierno. Sin embargo, la performance de los bonos soberanos en dólares no acompañó. En este marco, y a poco menos de un mes del próximo pago de cupones, un fondo como el Consultatio Multimercado V cobra un rol central.

En las próximas páginas compartimos nuestras principales convicciones y los fundamentos que sostienen el posicionamiento actual del fondo.

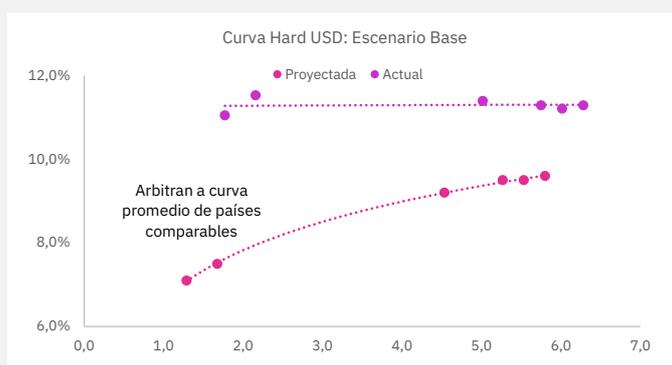
Riesgo país: aun hay margen de mejora



Consultatio Multimercado V: el vehículo para captar el valor de la deuda soberana en dólares

Finalmente, con el gobierno asumiendo formalmente el compromiso de acumular reservas, la compresión de la prima de riesgo desde los niveles actuales luce muy factible. En este contexto, y a poco menos de un mes del próximo pago de cupones, recomendamos nuestro fondo Consultatio Multimercado V, que se posiciona como el vehículo indicado para capturar el valor de la renta fija soberana en dólares en el mediano plazo.

Seguimos favoreciendo el tramo corto de la curva, con una exposición significativa (30% del fondo) a los bonos con vencimiento en 2030 bajo legislación argentina y ley NY. Nuestros ejercicios de convergencia hacia valuaciones de países emergentes comparables, muestran que este segmento es el principal beneficiado (con retornos totales estimados en torno a 13% en dólares hacia dic-25), además de contar con un perfil de vencimientos más concentrado en el corto plazo, lo que contribuye a captar la normalización de la curva y mitigar el riesgo de *duration*.



La elección de los países del cuadro siguiente para la proyección de la curva de rendimientos resulta apropiada, ya que comparten un riesgo crediticio similar. Lo interesante es que, al momento de hacer la comparación, los *fundamentals* macroeconómicos locales se muestran sólidos en términos relativos. Pero incluso con números fiscales y externos mejores que sus compañeros, la curva de rendimientos argentina sigue siendo sustancialmente más elevada.

Argentina vs comparables: indicadores macro								
	Inflación	Balance fiscal*	Balance primario*	Deuda bruta*	Cuenta Corriente	Reservas internacionales	Reservas internacionales (% PBI)	Calificación crediticia
Argentina 2024	117,8%	0,86%	2,5%	85,3%	1,0%	24,4	3,9%	
Argentina 2025	30,0%	0,73%	2,1%	72,8%	-0,4%	40,0	5,9%	CCC
Côte d'Ivoire	2,1%	-4,0%	-1,3%	59,3%	-4,2%	6,3	7,2%	BB
Ecuador	0,5%	-1,3%	-0,2%	55,0%	5,8%	6,9	5,7%	B-
Egypt	27,5%	-7,1%	1,7%	90,9%	-5,4%	34,3	8,9%	B-
El Salvador	0,3%	-4,6%	0,0%	87,6%	-1,4%	3,6	10,2%	B-
Ghana	23,8%	-7,7%	-3,7%	70,5%	1,6%	3,6	4,4%	B-
Uzbekistan	9,8%	-2,3%	-1,6%	32,7%	-5,0%	42,9	37,3%	BB-
Argentina 2025 - prom. comparables	19,3%	5,2%	2,9%	6,8%	1,0%	23,7	-6,4%	

*Indicadores fiscales y de deuda del gobierno general
Fuente: FMI-WEO, estadísticas de bancos centrales por país (reservas) y estimaciones propias (inflación y reservas).

La salida del cepo cambiario impulsó fuertemente a los bonos soberanos en dólares, que acumulan una suba promedio del 11% desde entonces, llevando al riesgo país a niveles por debajo de los 700 puntos básicos. El timing para implementar el nuevo régimen cambiario fue particularmente favorable en el frente internacional, mientras que a nivel local los resultados electorales y la vuelta de a los mercados internacionales reforzaron el apetito por los activos argentinos.

Sin embargo, la dinámica reciente de nuestros pares emergentes evidenció un desempeño aún más sólido, con subas de hasta 16%, lo que sugiere que el rally de los bonos globales argentinos podría haber sido más profundo.

Podemos irnos incluso más atrás, y preguntarnos por qué siguen en el mismo nivel que a fines del año pasado si en ese entonces: 1) no teníamos acuerdo con el FMI; 2) el acuerdo imaginado era mucho más chico; 3) la salida del cepo era un proyecto a largo plazo; 4) el tipo de cambio y la inflación eran más altos; 5) el acceso a financiamiento internacional recién se preveía para 2026; 6) la economía crecía igual que hoy con salarios reales más bajos; 7) el riesgo político era mucha más incierto; y 8) el pago de cupones de julio no estaba fuera de duda como hoy.

Con los principales factores de incertidumbre política, económica y financiera despejados, la pregunta clave es por qué la prima de riesgo no logra una compresión más pronunciada. En nuestra visión, la reticencia del BCRA (o del Tesoro) a acumular reservas dentro del esquema de bandas cambiarias –tal como lo estipula el acuerdo con el FMI– ha limitado el potencial de los bonos.

Afortunadamente, el paquete de medidas anunciado la semana pasada apunta en la dirección correcta: la eliminación del parking a no residentes para favorecer el ingreso al MULC, la licitación de nuevos Bontes (elegibles para inversores tanto locales como no residentes), la emisión adicional de Bopreal por hasta USD 3.000 M para atender la demanda de divisas y la reestructuración del marco de política monetaria que vuelve endógena a la tasa de interés. El nuevo acuerdo de repo por USD 2.000 M también contribuye.

Si bien se viene un período estacionalmente desafiante para la macro en el corto plazo, mantenemos una visión constructiva sobre los globales. El diagnóstico del Gobierno es correcto y las medidas implementadas lucen consistentes, lo que abre espacio para una compresión adicional de la prima de riesgo, hoy elevada en comparación con el resto de los spreads locales (corporativos y provinciales).

• **Sostenibilidad de la deuda: el esfuerzo es atendible**

La estructura de la deuda pública experimentó transformaciones significativas en los últimos años. En comparación con marzo de 2018, un hecho destacable es que el aumento de la deuda bruta fue impulsado principalmente por la emisión en moneda local, mientras que el incremento neto de la deuda en moneda extranjera fue considerablemente menor, aunque con una profunda reconfiguración de su composición.

Deuda bruta de la Administración Central					
En miles de millones de dólares					
	mar-18	jun-19	sept-23	abr-25 est.	Dif. abr-25 / mar-18
Deuda Bruta	331,5	337,3	406,9	472,9	141,4
Pendiente de restr.	2,9	2,5	2,4	2,4	-0,5
Deuda bruta performing*	328,6	334,8	404,6	470,5	142,0
En pesos	98,9	78,0	136,7	202,6	103,8
En moneda extranjera	229,7	256,8	267,8	267,9	38,2
Por tipo de acreedor y moneda					
Sector privado	145,9	142,0	130,2	164,2	18,3
En pesos	26,1	33,1	46,4	76,7	50,6
En moneda extranjera	119,8	108,9	83,9	87,5	-32,3
Sector público	153,1	124,7	194,5	212,4	59,2
En pesos	72,7	45,2	96,3	127,6	54,9
En moneda extranjera	80,4	79,6	98,2	84,7	4,3
Multilaterales y bilaterales	29,5	68,1	79,8	94,1	64,6

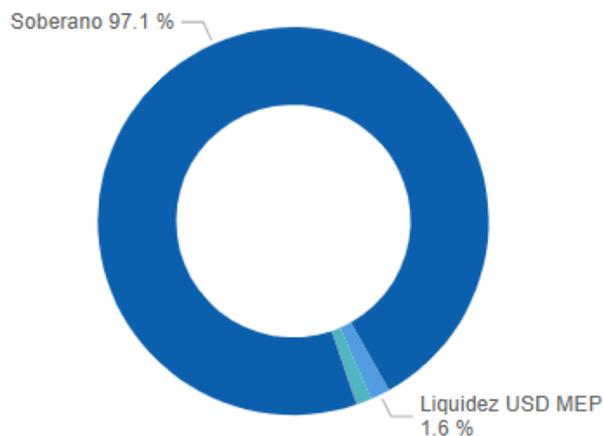
(*) En situación de pago normal.
Fuente: one618 en base a Mecon, BCRA y estimaciones propias.

Dada la reestructuración de 2020, el stock de deuda en moneda dura en manos del sector privado se redujo en unos USD 32 mil millones respecto a 2018. En contraposición, la deuda con organismos internacionales se incrementó en casi USD 65 mil millones tras los sucesivos acuerdos con el FMI. De esta evolución surgen dos conclusiones clave: en primer lugar, la deuda se volvió más rígida frente a eventuales reestructuraciones, ya que los pasivos en dólares con privados representan hoy apenas el 12% del PBI. En segundo lugar, el perfil de la deuda adquirió un componente crecientemente político, en la medida en que su refinanciamiento depende, en gran parte, del alineamiento con Washington.

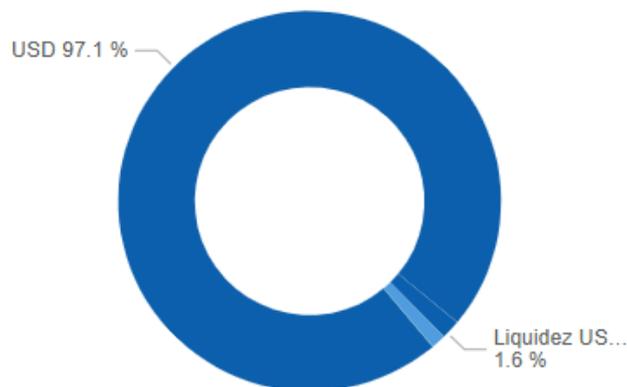
Consultatio Multimercado V: cartera

AUM	Duration	TNA
13.34M	3.43	11.4%

Apertura por crédito



Apertura por tipo de ajuste



Principales tenencias

GD38D-BONO SOB REP ARGENTINA USD STEP UP VTO 09/01/2038	30.2 %	GD38D
AL30D- BONO GLOBALES DE LA NACION ARG USD VTO 2030	29.8 %	AL30D
BONO REP ARGENTINA STEP UP VTO 09/07/2030 USB	26.3 %	GD30D
AE38D - Bono Argentina USD Step Up 2038 L.A.	5.7 %	AE38D
GD35D-BONO REP ARGENTINA USD STEP UP VTO 09/07/2035	5.2 %	GD35D
GD41D-BONO GLOBALES REP ARGENTINA USD STEP UP VTO 09/07/2041	2.9 %	GD41D
FCI Max Money Market - Clase B	0.1 %	Money Market
FCI SBS AHORRO PESOS Clase B	0.0 %	Money Market