

Renta fija – A mitad de camino de la normalización

En el informe anterior ([Renta fija – Vale la pena apostar](#)) habíamos establecido como escenario base que el mercado esperaba a ver las decisiones que tomara un eventual nuevo gobierno antes de decidir renovar el crédito. La nueva administración no perdió el tiempo y está demostrando llevar adelante una fuerte corrección de los desequilibrios macroeconómicos. La velocidad y profundidad de los cambios son superiores a lo imaginado hasta por el más optimista logrando volver a poner a Argentina tímidamente en el mapa de los inversores externos. El primer bimestre del año cierra con superávits fiscales financieros consecutivos no vistos desde principios del año 2011 y con el BCRA recomponiendo reservas luego de comprar divisas por más de USD 10.000 MM. Sumado a esto, no podemos dejar de destacar que estamos frente a un año de recuperación en la cosecha y con un mayor equilibrio en el balance energético lo que debería arrojar un alivio en la generación de dólares.

ACUERDO CON EL FMI

La ratificación del acuerdo firmado con el FMI es una buena noticia para los tenedores de bonos. Analizando los cash flows nos encontramos con que algunos bonos tendrán una importante amortización antes de que el Fondo reciba su primer repago de capital en el tercer trimestre del 2026. En ese periodo, a precios actuales el recupero de la inversión en los bonos GD29 y el GD30 es cercano al 80%. Esto reduce la carga de deuda a pagar por Argentina aumentando su probabilidad de ocurrencia.

LOS \$50 USD DE GUZMAN NO SON LOS DE AHORA

Si bien los precios máximos registrados inmediatamente después del cierre de la reestructuración son parecidos a los actuales, analizando los rendimientos nos encontramos con valores totalmente diferentes. En su momento, con tasas de treasuries en niveles mínimos, el spread promedio post reestructuración fue cercano a 900 bps. Para igualar actualmente ese spread -teniendo en cuenta la suba en la tasa de los treasuries- llegamos a la conclusión de que los bonos deberían tener precios sustancialmente superiores a los actuales.

Curva sept 2020 (UST+900bps)					Curva Actual equivalente (UST+900bps)					Upside para igualar el spread	
	Maturity	Precio (*)	YTM	MD		Maturity	Precio (*)	YTM	MD		
GD29	9-Jul-29	54,00	11,38%	5,81	GD29	9-Jul-29	68,25	15,48%	2,52	GD29	26,39%
GD30	9-Jul-30	51,00	11,42%	6,15	GD30	9-Jul-30	65,50	15,54%	2,72	GD30	28,43%
GD35	9-Jul-35	46,00	11,67%	9,35	GD35	9-Jul-35	49,00	15,64%	6,12	GD35	6,52%
GD38	11-Jan-38	51,00	11,92%	8,27	GD38	11-Jan-38	53,50	15,96%	5,24	GD38	4,90%
GD41	9-Jul-41	45,00	11,74%	9,15	GD41	9-Jul-41	44,50	15,74%	6,18	GD41	-1,11%

(*) Precio clean

DE DONDE VENIMOS

Nuestro escenario base contemplaba que la nueva administración iba a honrar la deuda con los acreedores privados ya que intentar una nueva reestructuración le iba consumir una parte importante de su mandato con la consiguiente incapacidad de atraer nuevas inversiones. Nuestra preferencia estaba en los bonos cortos GD29/GD30 ya que esperábamos el inicio de una normalización de la curva -que se encontraba fuertemente invertida-. Al revisar el retorno total obtenido en los diferentes activos podemos ver que ese escenario fue convalidado.

Curva junio 2023					Curva Actual					Int + Retorno Total	
	Maturity	Precio (*)	YTM	MD		Maturity	Precio (*)	YTM	MD	Int + Amort (**)	
GD29	9-Jul-29	26,50	44,81%	2,40	GD29	9-Jul-29	51,00	27,14%	2,20	GD29	1,00 96,23%
GD30	9-Jul-30	26,50	42,10%	2,47	GD30	9-Jul-30	51,00	24,71%	2,37	GD30	0,63 94,81%
GD35	9-Jul-35	23,50	26,47%	5,06	GD35	9-Jul-35	40,00	18,42%	5,75	GD35	2,56 81,12%
GD38	11-Jan-38	29,50	25,92%	4,29	GD38	11-Jan-38	44,50	18,94%	4,83	GD38	4,06 64,62%
GD41	9-Jul-41	27,00	22,55%	5,16	GD41	9-Jul-41	39,00	17,31%	5,84	GD41	3,50 57,41%

(*) Precio clean

(**) Monto recibido por intereses y amortización por haber mantenido los bonos hasta marzo 2024

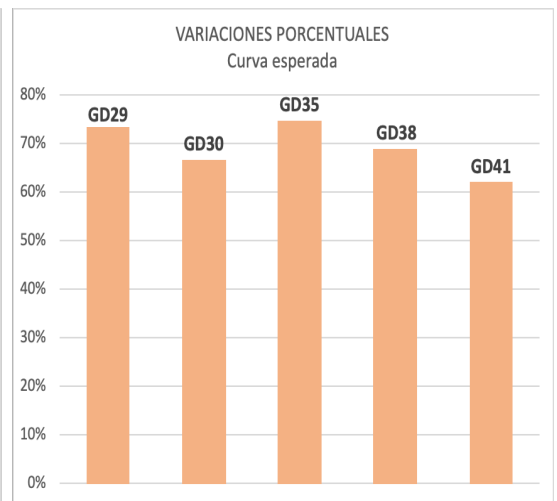
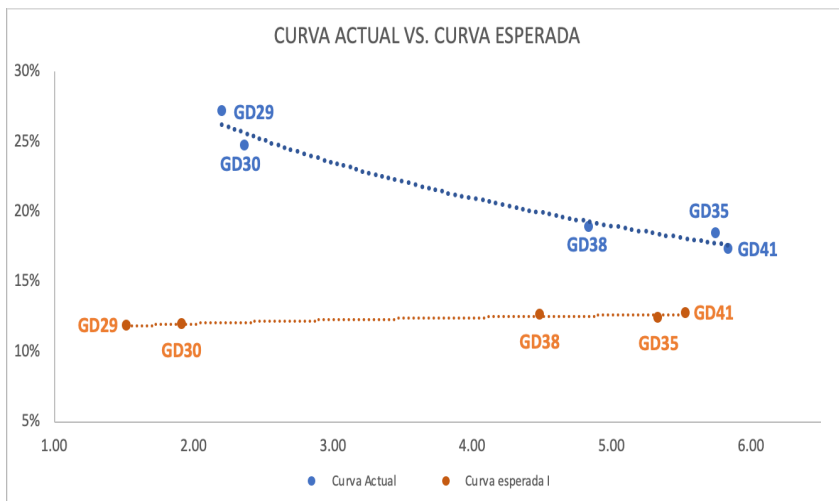
HACIA DONDE VAMOS

Actualmente, nuestra impresión es que nos encontramos a mitad de camino en el objetivo de una *normalización en la curva*. Tanto la nueva administración como el FMI coincidieron en que el país debería volver a acceder a los mercados internacionales de crédito de manera de obtener un rollover de los vencimientos en un plazo no muy lejano. Para lograrlo es necesario que continúe la normalización de la curva hasta alcanzar una leve pendiente positiva y que los rendimientos de los bonos sean parecidos a un spread promedio de 600 bps -mas acorde con la calificación actual de CCC-. De confirmarse este escenario, y revisando el retorno potencial de los distintos activos, vemos bastante mas parejo el upside de los distintos bonos en la curva. La elección del activo a invertir va a depender del horizonte de inversión -los bonos cortos tienen un rápido repago de capital- y del apetito al riesgo del inversor.

Curva Actual					Curva Esperada - Dic 2025					Int +	Upside
	Maturity	Precio (*)	YTM	MD		Maturity	Precio (*)	YTM	MD	Amort (**)	potencial
GD29	9-Jul-29	51,00	27,14%	2,20	GD29	9-Jul-29	67,00	11,84%	1,52	21,45	73,43%
GD30	9-Jul-30	51,00	24,71%	2,37	GD30	9-Jul-30	64,00	11,96%	1,91	21,07	66,79%
GD35	9-Jul-35	40,00	18,42%	5,75	GD35	9-Jul-35	64,00	12,44%	5,34	5,94	74,84%
GD38	11-Jan-38	44,50	18,94%	4,83	GD38	11-Jan-38	68,00	12,60%	4,48	7,13	68,82%
GD41	9-Jul-41	39,00	17,31%	5,84	GD41	9-Jul-41	58,00	12,77%	5,53	5,25	62,18%

(*) Precio clean

(**) Monto recibido por intereses y amortización por haber mantenido los bonos hasta dic25



Adrian Voglino
CEO
avoglino@dhalmorecap.com

Mauro Fabrizio
Managing Director
mfabrizio@dhalmorecap.com

Matías Maganas
Managing Director
mmaganas@dhalmorecap.com

Esteban Villar
Managing Director
evillar@dhalmorecap.com

Santiago Villar
Sales & Trading
svillar@dhalmorecap.com

Camila Villar
Fixed Income Strategist
cvillar@dhalmorecap.com

Este documento, su información, estimaciones y alternativas en él expresadas contienen información general correspondiente a la fecha de emisión del presente informe (el "Informe"), la cual puede encontrarse sujeta a cambios sin previo aviso. MEGATENDENCIAS S.A. (ahora denominada DHALMORE CAPITAL S.A., cambio de denominación en trámite de inscripción registral) (en adelante, "DHALMORE") no se responsabiliza ni se encuentra obligada a notificar tales cambios ni a actualizar el contenido del presente. El informe no ha sido confeccionado y emitido para entregarse a clientes particulares. No se garantiza que la información que incluye sea exacta, completa y no debe confiarse en ella como si así lo fuera. Este documento y sus contenidos no constituyen una oferta, invitación ni solicitud para la compra y/o suscripción de títulos valores y/u otros instrumentos, ni debe ser utilizado para decidir y/o modificar inversiones en base al mismo. De ninguna forma debe entenderse que este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso y/o decisión de cualquier tipo. Los contenidos de este documento se basan en información disponible en forma pública y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por DHALMORE y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía expresa ni implícita, respecto de su precisión, integridad y/o veracidad. DHALMORE no asume ningún tipo de responsabilidad directa, indirecta y/o ocasional por cualquier resultado negativo y/o positivo que sea consecuencia directa y/o indirecta del uso de este documento o su contenido. En ninguna circunstancia podrá ser DHALMORE considerado responsable por el resultado de las inversiones que alguien efectúe basándose en la información o estimaciones aquí incluidas. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir ni reproducir el presente o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito otorgado por parte de DHALMORE. El incumplimiento de estas restricciones corresponderá al quebranto de las leyes de la jurisdicción en la que dicha distribución y/o reproducción tenga lugar, acarreado todas las consecuencias impuestas por la normativa y regulación aplicable.

Si usted estuviera interesado en realizar inversiones, debe tener presente, y prestar especial atención, en que todos los títulos valores y/u instrumentos se encuentran regulados no sólo legalmente sino también mediante documentos específicos aprobados por las autoridades competentes, los cuales deben incluir información completa, clara y precisa acerca de su respectivo valor e instrumento, la cual usted debe analizar junto con sus asesores profesionales (abogados, contadores, asesores financieros, asesores tributarios, etc.) en forma previa a la realización de cualquier inversión. No debe considerarse que este correo ofrece asesoramiento en materia legal, financiera, comercial ni impositiva. Los productos y servicios mencionados en el presente son incluidos con un mero objeto informativo y se encuentran sujetos a los términos y condiciones que oportunamente se acuerdan expresamente. Asimismo, los títulos del presente email bajo el asunto de referencia y/o aquellos incorporados a su contenido se incluyen al solo efecto de facilitar su referencia y no deben ser tenidos en cuenta en la interpretación de este documento.