

25 de Octubre de 2024

### El rally de los bonos soberanos.

En nuestros *Resúmenes Económicos* solemos hacer hincapié en priorizar la perspectiva global a la hora de analizar la dinámica de los bonos soberanos. Los cambios en las tasas globales y los spreads de crédito de bonos comparables suelen explicar una gran parte de los movimientos en las paridades de nuestros bonares y globales. Muchas veces perdemos el foco en buscar variables explicativas domésticas, cuando el cambio en el riesgo país se explica por el contexto internacional, variables exógenas a la política económica argentina.

Dicho esto, el excelente desempeño de los bonos desde agosto pasado a la fecha responde casi exclusivamente a factores domésticos. Como se puede observar en el cuadro a continuación, los bonos argentinos subieron en promedio un 31% desde agosto a la fecha<sup>1</sup>. Por otro lado, tomando una muestra de bonos comparables, el incremento es considerablemente menor, cercano al 4%. La suba de los bonos soberanos argentinos fue casi 10 veces mayor en relación a bonos comparables (la discrecionalidad de la muestra no cambia las conclusiones).

Paridad	1-ago-24	22-oct-24	%
GD30	53,26	68,5	28,61%
GD35	41,46	55,5	33,86%
GD38	45,62	59,6	30,64%
GD41	38,71	51,6	33,30%
			<b>31,61%</b>

Paridad	1-ago-24	22-oct-24	%
ECUA 2035	52,12	54,6	4,76%
PKSTAN 2031	79,75	84	5,33%
EGYPT 2032	83,9	87	3,69%
NGERIA 2031	93,05	96,5	3,71%
EMHY (EM HY ETF)	37,5	38,55	2,80%
			<b>Promedio 4,06%</b>

Fuente: Cucchaira Research

explicamos porque considerando los diferentes escenarios, nos sentimos cómodos con el GD41 y el GD35. Mirando la dinámica de precio de las últimas semanas, el GD41 hoy es nuestro preferido.

Como usted sabe, desde hace tiempo vemos baratos los bonos soberanos, principalmente luego de las elecciones de [medio término de 2021](#). En este reciente [reporte](#), analizamos los principales puntos del programa económico y concluimos que, a pesar de tener preocupaciones con la dinámica del tipo de cambio real y la escasez de reservas, los bonos lucían muy atractivos debido a los superlativos números fiscales y gran vocación del Presidente por respetar los compromisos de deuda. Un ejemplo de estos dos puntos son los vetos presidenciales recientes, donde la conducta fiscal parece estar por arriba de todo. Con respecto a donde posicionarse, en este [reporte](#)

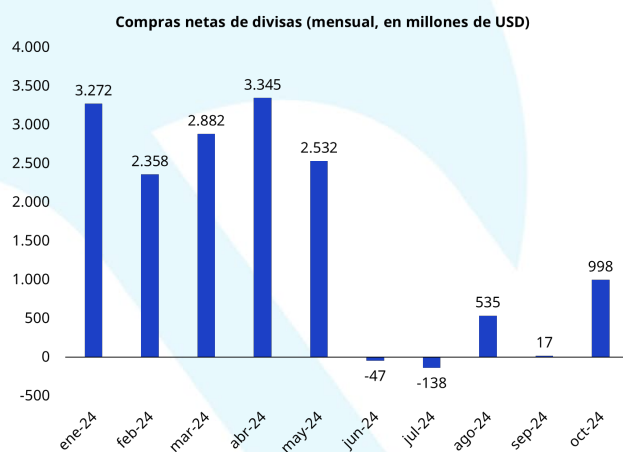
Dicho esto, no deja de sorprendernos la velocidad e intensidad en la suba de precios de estos últimos tres meses, muy por encima de comparables. ¿Cómo se explica la excelente performance relativa de los bonos argentinos? En nuestra opinión, este comportamiento se explica por la sorpresiva acumulación de reservas desde agosto, dinámica a su vez muy relacionada al blanqueo y el flujo de los dólares en el sistema financiero local. Sobre este punto haremos hincapié en este resumen.

Antes de ir a la dinámica del mercado de cambios, una breve mención de los últimos números fiscales. El mes pasado el Tesoro volvió a mostrar excelentes números fiscales con un superávit primario de

<sup>1</sup> Precios clean cable del exterior. En la plaza local, al considerar el interés corrido y el efecto del canje, la tasa de variación es aún mayor.

\$816.447 millones. Si bien la narrativa de mercado muchas veces da por hecho el superávit fiscal, nos parece que en un país estancando por más 15 años en gran parte por la dominancia fiscal, la trayectoria fiscal no puede dejar de subrayarse. En los primeros nueve meses del año el superávit primario acumula 1,7 puntos del PIB. Nos gusta centrarnos en el superávit antes del pago de intereses, básicamente porque el Gobierno no incluye como resultado financiero la capitalización de las Lecaps y bonos CER. A favor del Gobierno, el incremento de la deuda y los intereses del Tesoro durante este año se debe exclusivamente al traspaso de pasivos del BCRA al Tesoro. La mejora fiscal en el primer año de mandato del Presidente rondará los 4.5 puntos del producto, realmente sorprendente.

Ahora vayamos a la sorpresiva dinámica de las reservas de estas últimas semanas. En una época estacionalmente baja de liquidación de divisas, el BCRA pudo comprar más de USD 1.500 millones desde agosto. Acá hay varias cuestiones a remarcar. En primer lugar, el agro continuó liquidado a buen ritmo a pesar de la estacionalidad, las exportaciones de aceite y harina de soja tuvieron una dinámica muy buena en septiembre y octubre. Otra cuestión que juega a favor del mercado de cambios son las importaciones, donde el bajo nivel de actividad es determinante. Las importaciones embarcadas promediaron los USD 4.850 millones mensuales en 2024, un nivel 13% por debajo al promedio desde 2011 (excluido el 2020 de la pandemia).



**Fuente:** Cucchiara Research en base a BCRA.

Pasemos ahora a los datos del balance cambiario del BCRA, lo efectivamente cursado en el mercado de cambios. En el primer semestre del año la cuenta corriente cambiaria brindó una oferta de divisas en el mercado de USD 8.900 millones. Sin embargo, en el tercer trimestre, la cuenta corriente se tornó negativa en USD 3600 millones. Con lo cual, las compras de divisas de estos meses están asociadas a otro oferente, también el sector privado, pero fruto del blanqueo.

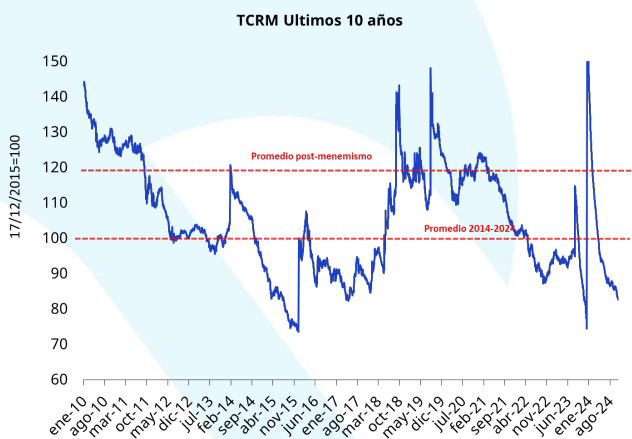
El blanqueo generó un salto en los depósitos en dólares de USD 12.000 millones de agosto a la fecha. Ante el incremento en el fondeo, los bancos salieron activamente a prestar a exportadores. Pero la clave está en el incremento de la demanda de crédito en dólares, y el punto valioso acá es que las expectativas de devaluación están muy contenidas. El Gobierno convenció al sector privado que el crawling peg del 2% llegó para quedarse. Con lo cual, los exportadores tienen un fuerte incentivo a tomar crédito en dólares y ganarse la tasa en pesos. En el mismo sentido, las tasas de los futuros de dólar están muy bajas, generando otro incentivo a vender contado y recomprar futuro a baja tasas por parte de los exportadores.

¿Cómo juega esta dinámica en las reservas del Banco Central? Se incrementan las reservas netas dado que los exportadores reciben pesos por los créditos en dólares, con lo cual hay una oferta de dólares en el mercado de cambios. ¿Esto significa que luego tendrán que recomprar los dólares para devolver los préstamos y las reservas netas se reducirán nuevamente? No necesariamente. El stock de préstamos en

dólares continúa siendo muy bajo. Mientras se mantenga el stock de créditos, la demanda de divisas por viejos créditos será reemplazada por oferta de divisas por nuevos créditos. El incremento en los créditos en dólares al sector privado alcanzó los USD 1.400 millones desde agosto, básicamente las compras netas del BCRA. A esto debemos sumarle las emisiones de deuda en dólares (ONs MEP) de empresas en el mercado local, que parte de esos dólares termina como oferta en el mercado de cambios.

De largo plazo los bonos soberanos nos continúan pareciendo atractivos. Mirando rendimientos de países comparables, pensamos que todavía hay margen para la compresión de rendimientos y suba de paridades. El blanqueo trajo mucha demanda local y los flujos de los grandes fondos extranjeros también comienzan a verse. Dicho esto, la muy rápida suba de las últimas semanas junto con un esquema cambiario que para nosotros es inconsistente con la acumulación de reservas (apreciación excesiva del tipo de cambio real), son buenos motivos para tomar recaudos.

¿Cómo puedo tomar resguardos de corto plazo, pero seguir posicionado en el largo plazo? Para este escenario el GD41 nos parece una buena alternativa. Bono ley Nueva York con indenture 2005 (contrato) y con la menor paridad de la curva brinda mayor cobertura para el tenedor sin relegar ganancias en un escenario positivo de largo plazo.



Buen fin de semana.

---

Juan José Battaglia  
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

---

Manuel Carvalho  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

---

Ian Weber  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

---

Tomás Mangino  
[tomasmangino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmangino@cucchiara.com.ar)

Fuente: Cucchiara Research en base a BCRA.