

INFORME TÁCTICO DE ADMINISTRACIÓN DE ACTIVOS
Informe Financiero y de Renta Fija N° 1220

Efecto Dominó

Spread corporativo y soberano

-en puntos básicos vs curva de treasuries-



Fuente: Delphos en base a Bloomberg.

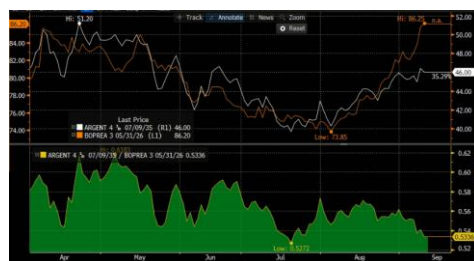
Licitaciones primarias 2024

-Bonos corporativos-

	Fecha	Monto (MM US\$)	Tir corte	Vto
PAE	abr-24	400	8.50%	2032
TGS	jul-24	490	8.50%	2031
YPF	sep-24	500	8.75%	2031
PAM	sep-24	410	8.25%	2031

Fuente: Delphos en base a Bloomberg.

Ratio GD35/BPY26



Fuente: Bloomberg.

La reciente apreciación cambiaria nos impulsa a evaluar las mejores alternativas para una dolarización parcial. Dada la compresión de los rendimientos en los bonos corporativos y el rezago de los globales frente a los Bopreal, consideramos que el escenario actual favorece una mejor performance relativa de los bonos del tesoro. Esto se da bajo un efecto “dominó”, donde primero suben los créditos de mayor calidad, luego los intermedios y, finalmente, los de menores paridades.

Los esfuerzos del gobierno por reducir la nominalidad de la economía llevaron al CCL a su nivel más bajo en términos reales en lo que va del año. En el último mes, este cayó un 8%, acumulando una baja de 12% desde sus máximos en julio. Aunque existen razones para pensar que esta tendencia podría continuar, resulta fundamental analizar activos en moneda dura para quienes buscan evitar la exposición al riesgo cambiario.

El apetito por deuda corporativa ha crecido significativamente en los últimos meses, reflejándose tanto en el mercado secundario como en el primario. Esta fuerte demanda ha provocado una compresión en los rendimientos, llevando los spreads a niveles mínimos. Como resultado, muchas empresas han aprovechado la oportunidad para acceder a los mercados internacionales y refinanciar sus deudas. Dado el probado acceso del sector privado a los mercados, se observa una asimetría en los costos de financiamiento entre este y el tesoro, reflejada en un Z-spread negativo.

La curva Bopreal registró fuertes ganancias, con subas cercanas al 8% en el último mes, mientras que los globales registraron retornos promedio del 6% en el mismo período. Esta tendencia podría explicarse por el ingreso de capitales provenientes del blanqueo, en su mayoría perfiles más conservadores, mientras que el mercado sigue escéptico sobre la capacidad del gobierno actual para acumular reservas y cumplir con las obligaciones de pago que enfrentará el año próximo.

El desempeño superior de los Bopreal frente a los globales es una anomalía dado que los primeros, al ser de mejor emisor y menor plazo, tienen un beta 0,45 en relación a los globales. Esto ha provocado que el ratio entre ambos instrumentos se encuentre en un extremo, lo que sugiere que los globales están “rezagados”. Además, mientras los Bopreal están a solo 3% de sus máximos históricos, los bonos del tesoro aún necesitan subir en promedio un 13% para volver a estos.

Normalización de curva

-asumiendo curva flat-

Retorno 1Y

Upside de las paridades para distintos niveles de TIR

Titulo	Exit Yield					
	11%	12%	13%	14%	15%	16%
GD29	44%	42%	40%	38%	37%	35%
GD30	39%	37%	35%	33%	31%	29%
GD35	68%	59%	51%	44%	38%	31%
GD38	64%	57%	50%	44%	38%	33%
GD41	64%	56%	48%	40%	34%	27%

Fuente: Delphos en base a Bloomberg.

En el contexto actual, para perfiles con mayor apetito por el riesgo, optamos por tomar ganancias tanto en Bopreales como en bonos corporativos y Lecaps para sobreponderar bonos globales. Creemos que el panorama ya está dado para que los globales ofrezcan un mejor rendimiento. **Entre los bonos del tesoro, seguimos prefiriendo el GD35, ya que, en escenarios de normalización de la curva y convergencia hacia comparables de similar calificación, este bono ofrece un mayor potencial en todos los casos.**