



BECERRA

BURSÁTIL

ALyC INTEGRAL | REGISTRO CNV N° 177

Soberanos en Dólares

Bonares y Globales: curva, escenarios y valor relativo

23 de octubre de 2026

1

Qué rinde hoy la curva soberana

Pág. 3

Rendimientos, paridades y nuestra recomendación

2

Curvas por legislación

Pág. 4

Bonares contra Globales y spread de ley

3

Escenarios de cara a las elecciones de 2027

Pág. 5

Retorno total de los Globales con continuidad, oposición y cambios de TIR

4

Qué pone en precio el mercado para 2027

Págs. 6-9

Probabilidad implícita de continuidad en los Globales

5

Globales frente a ONs

Pág. 10

Rendimiento contra las ONs de ley extranjera de igual duration

6

Bonares frente a bonos CER

Pág. 11

Tipo de cambio real que iguala ambas inversiones

7

Globales frente a EMHY y XCCC

Pág. 12

Rendimiento y retorno contra el high yield global

8

Curva forward de ley argentina

Pág. 13

Qué tasa exige el mercado después de 2027

9

Barbell de ONs y Bonares largos

Págs. 14-15

Igual duration y TIR que AL29 y AL30, con menos volatilidad

10

Cómo se armó este informe

Pág. 16

Criterios, fuentes y aviso legal

Qué rinde hoy la curva soberana

Con los precios del 23 de octubre de 2026, los Globales 2035, 2038 y 2041 ponen en precio una probabilidad de continuidad de 58,1% y ganan 1,02 por cada punto que arriesgan entre los dos escenarios: si se confirma la continuidad, el GD35 subiría 26,2% hasta octubre de 2027, y si gana la oposición caería 25,7%. Para tomar ese riesgo pedimos que lo que se puede ganar sea al menos 2 veces lo que se arriesga; con una relación de 1,02 a 1, recomendamos vender los soberanos en dólares. Para quien quiera seguir devengando con menos riesgo electoral, una cartera de ONs y Bonares largos (sección 9) rinde lo mismo que el AL30, con igual duration y 4,7% de volatilidad, contra 10,7% del bono.

La curva de ley argentina rinde entre 7,7% y 12,8% y la de Nueva York entre 6,2% y 11,3%. El GD35 paga 623 pb sobre el bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años y la pendiente entre el GD30 y el GD35 es de 267 pb.

TIR GD35

11,19%

duration 5,3

GD35 CONTRA UST 10 AÑOS

623 pb

UST 4,96%

SPREAD DE LEY PROMEDIO

151 pb

Bonar menos Global

CONTINUIDAD IMPLÍCITA

58,1%

Globales 35, 38 y 41

POSICIÓN RECOMENDADA

VENDER

suba / caída 1,02

Tabla 1. Bonos soberanos en dólares, especie D

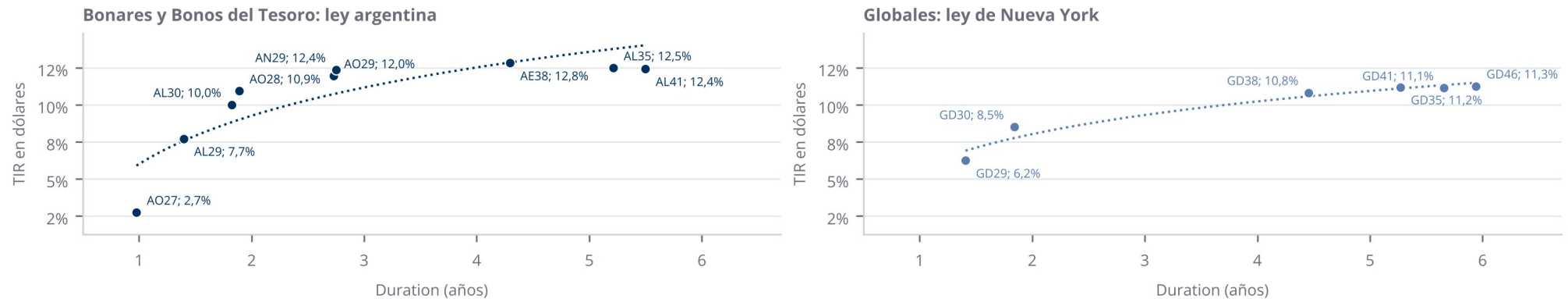
Ticker	Ley	Vencimiento	Precio	TIR	Duration	Paridad	Valor técnico	Rendimiento corriente	Cupón anual vigente	Próximo pago	Spread contra UST 10 años	Monto prom. (USD mill.)
AO27	Argentina	29/10/27	103,70	2,75%	0,98	103,3%	100,43	5,79%	6%	30/10/26	-221 pb	12,7
AO28	Argentina	31/10/28	92,40	10,93%	1,89	92,0%	100,43	6,49%	6%	30/10/26	597 pb	11,4
AL29	Argentina	10/07/29	54,92	7,72%	1,40	91,3%	60,18	1,09%	1%	11/01/27	276 pb	1,0
AO29	Argentina	31/10/29	86,80	11,96%	2,73	86,4%	100,43	6,91%	6%	30/10/26	700 pb	6,9
AN29	Argentina	30/11/29	88,70	12,37%	2,75	86,4%	102,65	7,33%	6,5%	30/11/26	741 pb	1,6
AL30	Argentina	09/07/30	55,08	10,01%	1,82	85,9%	64,15	0,87%	0,75%	09/01/27	505 pb	182,8
AL35	Argentina	09/07/35	69,56	12,48%	5,21	68,7%	101,24	5,94%	4,125%	11/01/27	752 pb	6,2
AE38	Argentina	11/01/38	73,00	12,82%	4,29	71,9%	101,50	6,85%	5%	11/01/27	786 pb	8,0
AL41	Argentina	09/07/41	64,65	12,42%	5,50	64,0%	101,05	5,41%	3,5%	11/01/27	746 pb	2,0
GD29	Nueva York	10/07/29	55,99	6,24%	1,41	93,0%	60,18	1,07%	1%	11/01/27	128 pb	0,1
GD30	Nueva York	09/07/30	56,47	8,52%	1,84	88,0%	64,14	0,85%	0,75%	09/01/27	356 pb	7,9
GD35	Nueva York	09/07/35	73,88	11,19%	5,27	73,0%	101,22	5,59%	4,125%	11/01/27	623 pb	13,2
GD38	Nueva York	11/01/38	78,90	10,82%	4,46	77,8%	101,47	6,34%	5%	11/01/27	586 pb	4,1
GD41	Nueva York	09/07/41	68,90	11,14%	5,66	68,2%	101,03	5,08%	3,5%	11/01/27	618 pb	5,6
GD46	Nueva York	09/07/46	62,08	11,26%	5,94	67,5%	92,01	6,05%	4,125%	11/01/27	630 pb	0,3

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Precio sucio por cada 100 de valor nominal original. Monto: promedio de las últimas 10 ruedas, todas las especies.

Curvas por legislación

Los Bonares rinden más que los Globales de igual estructura: la diferencia va de 128 pb (AL41 contra GD41) a 199 pb (AE38 contra GD38). Es lo que el mercado cobra por la ley local, que en una reestructuración deja al tenedor con menos herramientas. En promedio, los cinco pares pagan hoy 151 pb, contra 203 pb de promedio desde enero de 2023. El tramo corto de ley argentina tiene además bonos sin amortizaciones (AO27, AO28, AO29 y AN29), que no tienen par en ley de Nueva York.

Gráfico 1. TIR y duration por legislación



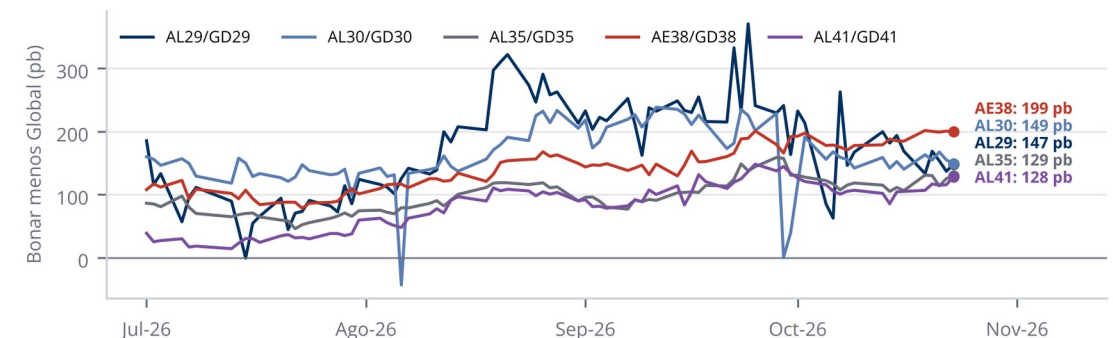
Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Línea punteada: ajuste logarítmico.

Tabla 2. Spread de ley por par

Bonar	Global	Spread hoy	Promedio desde enero de 2023
AL29	GD29	147 pb	277 pb
AL30	GD30	149 pb	380 pb
AL35	GD35	129 pb	68 pb
AE38	GD38	199 pb	180 pb
AL41	GD41	128 pb	109 pb

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Spread: TIR del Bonar menos TIR del Global de igual estructura.

Gráfico 2. Spread de ley desde julio de 2026



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Escenarios de cara a las elecciones de 2027

Medimos el retorno total de los Globales hasta el 21 de noviembre de 2027, fecha de un eventual balotaje (cuatro semanas después de la primera vuelta del 24 de octubre de 2027), con dos escenarios base. En el de continuidad, los Globales pasan a rendir lo mismo que el bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años más 300 pb (7,96%): el GD35 ganaría 26,8% y el GD41 28,5%. En el de oposición, pasan a cotizar al 50% de su valor técnico: las pérdidas de los Globales de más de cuatro años de duration irían de 16,0% a 26,3%, aun cobrando los cupones del período. Si las TIR no cambian, los Globales devuelven entre 5,3% y 11,7%.

La paridad de 50% para el escenario de oposición surge de varias razones. Es el nivel en torno al cual cotizaron estos bonos después de la reestructuración de 2020 y al que volvieron en septiembre de 2025, antes del anuncio de apoyo del Tesoro de EE.UU. (entre 46% y 52% los Globales 2035, 2038 y 2041). Además, el punto de partida de un eventual cambio de gobierno sería distinto al de 2019: la economía genera hoy más dólares por balanza comercial, el Congreso tendría una composición más equilibrada que la del período 2019-2023, varios gobernadores tienen incentivos para sostener el rumbo actual por lo que está en juego en sus provincias, y es esperable la presión de grandes empresas internacionales y del gobierno de EE.UU. para evitar un giro brusco en la política económica. Ninguno de estos factores está asegurado, pero en conjunto hacen menos probable volver a paridades como los mínimos de 2022.

Tabla 3. Retorno total de los Globales al 21 de noviembre de 2027 según la TIR de salida

Ticker	TIR hoy	Duration	-200 pb	-100 pb	Sin cambio	+100 pb	+200 pb	Continuidad (UST + 300 pb)	Oposición (paridad 50%)
GD29	6,24%	1,41	6,5%	5,9%	5,3%	4,8%	4,2%	4,4%	-27,4%
GD30	8,52%	1,84	9,6%	8,6%	7,6%	6,7%	5,8%	8,2%	-28,1%
GD38	10,82%	4,46	18,4%	14,6%	11,0%	7,6%	4,5%	21,9%	-26,3%
GD35	11,19%	5,27	20,7%	16,0%	11,7%	7,5%	3,6%	26,8%	-25,5%
GD41	11,14%	5,66	21,7%	16,5%	11,6%	7,2%	3,0%	28,5%	-21,4%
GD46	11,26%	5,94	22,2%	16,4%	11,2%	6,4%	2,1%	30,6%	-16,0%

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta. Incluye los cupones y amortizaciones cobrados hasta el 21/11/27, sin reinvertir. Continuidad: TIR de 7,96% (UST 10 años de hoy más 300 pb). Oposición: precio igual al 50% del valor técnico.

Qué pone en precio el mercado para 2027

Con un modelo binario, los Globales 2035, 2038 y 2041 ponen en precio una probabilidad de continuidad de 58,1%. En el escenario de continuidad cada bono rinde lo mismo que el Tesoro de EE.UU. a 10 años más 300 pb a fines de octubre de 2027; en el opositor vale 50% de su valor técnico. Una semana atrás la lectura era 60,0% y el máximo de la serie fue 83,2%, el 22 de julio de 2026.

CONTINUIDAD IMPLÍCITA HOY 58,1% ponderada	AL 16/10/26 60,0% -1,9 pp	MÁXIMO DE LA SERIE 83,2% 22/07/26	ANCLA DE CONTINUIDAD 7,96% UST 10 años + 300 pb	ANCLA OPOSITORA 50% del valor técnico
--	--	--	--	--

Tabla 4. Lectura por instrumento al 23 de octubre

Bono	Precio	Paridad	Flujos hasta oct-27	Continuidad	Opositor	Peso	Probabilidad 23/10/26	Probabilidad 16/10/26
GD35	73,88	72,99%	4,15	89,1	50,7	34,8%	57,9%	59,7%
GD38	78,90	77,76%	9,57	86,2	48,4	32,1%	64,2%	66,6%
GD41	68,90	68,20%	3,52	84,6	50,5	33,1%	52,4%	53,8%
Ponderada						100%	58,1%	60,0%

Precios sucios por cada 100 VN. Escenarios valuados al 29/10/27: continuidad con TIR de 7,96% y opositor con 50% del valor técnico; flujos hasta esa fecha descontados al UST 1 año (4,41%). Peso: (continuidad - opositor) / precio. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Gráfico 3. Probabilidad implícita de continuidad



Lectura ponderada de GD35, GD38 y GD41 con las anclas de cada fecha. Un valor negativo indica precios por debajo del escenario opositor. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Qué pone en precio el mercado para 2027 (continuación)

La asimetría es lo que define la posición. Con el piso de 50%, el GD35 sube 26,2% si hay continuidad y cae 25,7% si gana la oposición. Un piso más bajo eleva la probabilidad implícita, pero agranda la pérdida posible: con 20% de paridad el GD35 caería 66,9% y ganaría 0,39 por punto arriesgado.

Gráfico 4. Precio a octubre de 2027 en cada escenario

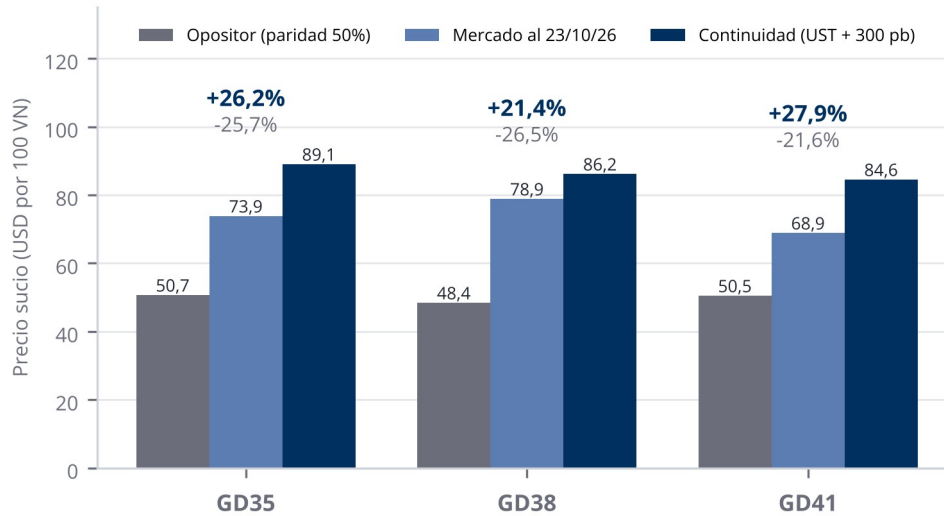


Gráfico 5. Paridad de los Globales



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tabla 5. Lo que se arriesga según el piso del escenario opositor

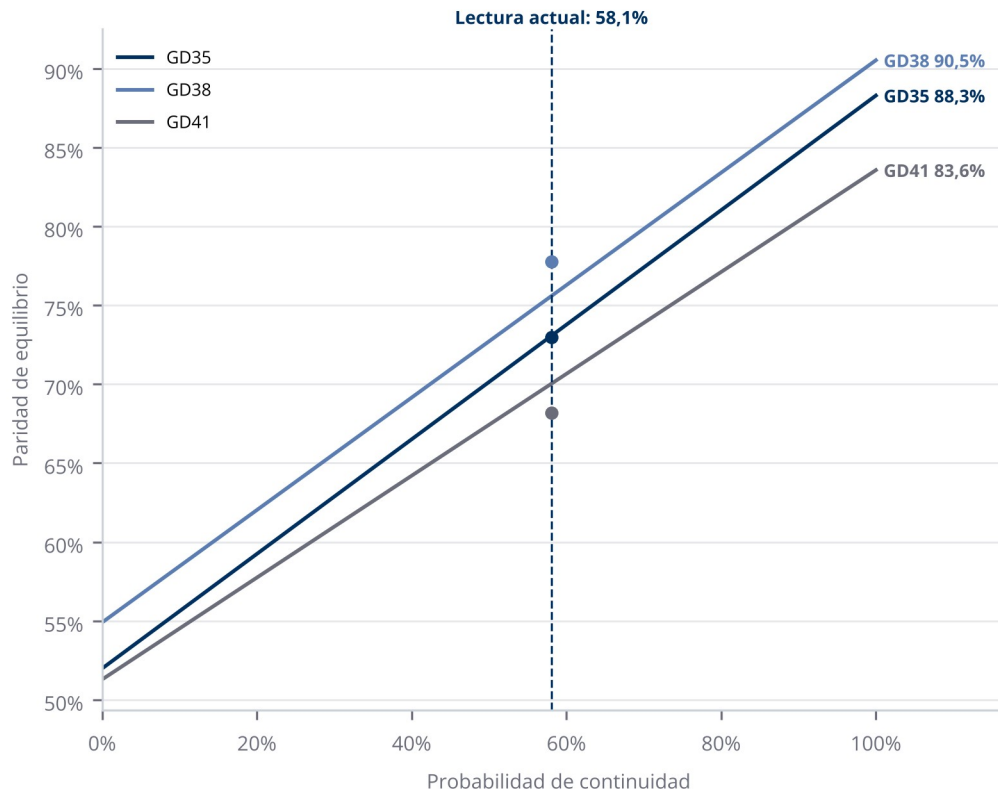
Paridad si gana la oposición	Probabilidad implícita	Caída GD35	Caída GD38	Caída GD41	Suba por punto de caída, GD35
20%	76,9%	-66,9%	-63,3%	-65,6%	0,39
30%	72,9%	-53,2%	-51,0%	-50,9%	0,49
40%	67,0%	-39,5%	-38,8%	-36,2%	0,66
50% (caso central)	58,1%	-25,7%	-26,5%	-21,6%	1,02

Continuidad con UST 10 años + 300 pb en todos los casos. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Qué pone en precio el mercado para 2027 (continuación)

El gráfico muestra a qué paridad tendría que operar cada Global para cada probabilidad de continuidad, con las mismas anclas. Con certeza de continuidad, el GD35 valdría 88,3% de su valor técnico, contra 73,0% de hoy. La tabla de la derecha muestra cuánto cambia la lectura si se mueven las anclas: va de 36,9% a 83,7%.

Gráfico 6. Paridad que justifica cada probabilidad



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tabla 6. Paridad de equilibrio

Bono	Paridad hoy	p = 50%	p = 70%	p = 85%	p = 100%
GD35	72,99%	70,1%	77,4%	82,8%	88,3%
GD38	77,76%	72,7%	79,8%	85,2%	90,5%
GD41	68,20%	67,4%	73,9%	78,7%	83,6%

Mismas anclas del caso central. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Tabla 7. Probabilidad implícita según las anclas

TIR de continuidad	Opositor al 20%	Opositor al 30%	Opositor al 40%	Opositor al 50%	Opositor al 60%
UST + 200 pb (6,96%)	72,6%	68,1%	61,8%	52,4%	36,9%
UST + 300 pb (7,96%)	76,9%	72,9%	67,0%	58,1%	42,4%
UST + 450 pb (9,46%)	83,7%	80,5%	75,8%	68,1%	53,1%

Sombreado: caso central. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Qué pone en precio el mercado para 2027 (continuación)

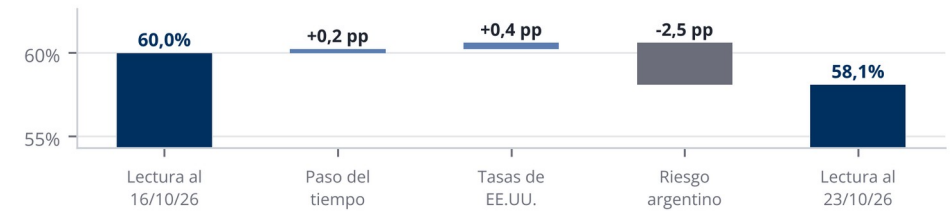
Entre el 16 de octubre de 2026 y el 23 de octubre de 2026 la probabilidad implícita pasó de 60,0% a 58,1%. El paso del tiempo explica +0,2 pp, las tasas de EE.UU. +0,4 pp y el riesgo argentino -2,5 pp. El diferencial entre AO28 y AO27, que separa un bono que vence antes del cambio de gobierno de uno que vence después, está en 818 pb.

Tabla 8. Qué cambió en la semana

Indicador	16/10/26	23/10/26	Variación
Probabilidad implícita ponderada	60,0%	58,1%	-1,9 pp
UST 10 años	5,09%	4,96%	-13 pb
TIR GD35	11,06%	11,19%	+13 pb
GD35 contra UST 10 años	597 pb	623 pb	+26 pb
GD35: suba si hay continuidad	25,0%	26,2%	+1,2 pp
GD35: caída si gana la oposición	-26,0%	-25,7%	+0,3 pp

Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Gráfico 7. Qué movió la probabilidad implícita



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Gráfico 8. GD35: spread contra el UST a 10 años



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y la Reserva Federal.

Gráfico 9. Diferencial de TIR AO28 contra AO27

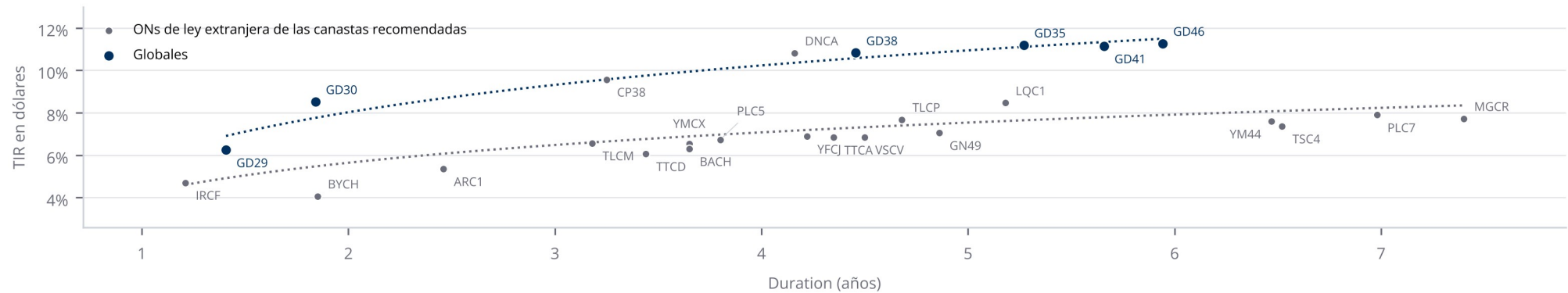


Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Globales frente a ONs

Las ONs de ley extranjera de nuestras canastas rinden entre 4,1% y 10,8%. A igual duration, los Globales pagan entre 132 pb y 354 pb más que esa curva. Ese diferencial es la prima por el riesgo electoral del soberano: las empresas de las canastas generan dólares propios y no dependen de la refinanciación del Tesoro en 2027.

Gráfico 10. Globales y ONs de ley extranjera: TIR y duration



ONs de ley extranjera que integran las canastas del informe de ONs recomendadas, especie D. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Tabla 9. Globales contra la curva de ONs de ley extranjera

Global	TIR	Duration	Curva de ONs a igual duration	Diferencia	ONs de duration similar (TIR)
GD29	6,24%	1,41	4,92%	132 pb	IRCF (4,7%), BYCH (4,1%)
GD30	8,52%	1,84	5,47%	304 pb	BYCH (4,1%), ARC1 (5,4%), IRCF (4,7%)
GD35	11,19%	5,27	7,64%	354 pb	LQC1 (8,5%), GN49 (7,1%), TLCP (7,7%)
GD38	10,82%	4,46	7,30%	352 pb	VSCV (6,8%), TTCA (6,8%), TLCP (7,7%)
GD41	11,14%	5,66	7,79%	335 pb	LQC1 (8,5%), GN49 (7,1%), YM44 (7,6%)
GD46	11,26%	5,94	7,89%	337 pb	YM44 (7,6%), TSC4 (7,4%), LQC1 (8,5%)

Curva: ajuste logarítmico de las ONs de ley extranjera de las canastas recomendadas, sin extrapolar fuera de su rango de duration. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Tabla 10. Emisores de las ONs del gráfico

Ticker	Emisor	Ticker	Emisor	Ticker	Emisor	Ticker	Emisor
ARC1	Aeropuertos Argentina	GN49	Genneia	PLC7	Pluspetrol	TTCD	Tecpetrol
BACH	Banco Macro	IRCF	IRSA	TLCM	Telecom Argentina	VSCV	Vista Energy Argentina
BYCH	Banco Galicia	LQC1	PCR	TLCP	Telecom Argentina	YFCJ	YPF Luz
CP38	CGC	MGCR	Pampa Energía	TSC4	TGS	YM44	YPF
DNCA	Edenor	PLC5	Pluspetrol	TTCA	Tecpetrol	YMCX	YPF

ONs de ley extranjera de las canastas del informe de ONs recomendadas. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Bonares frente a bonos CER

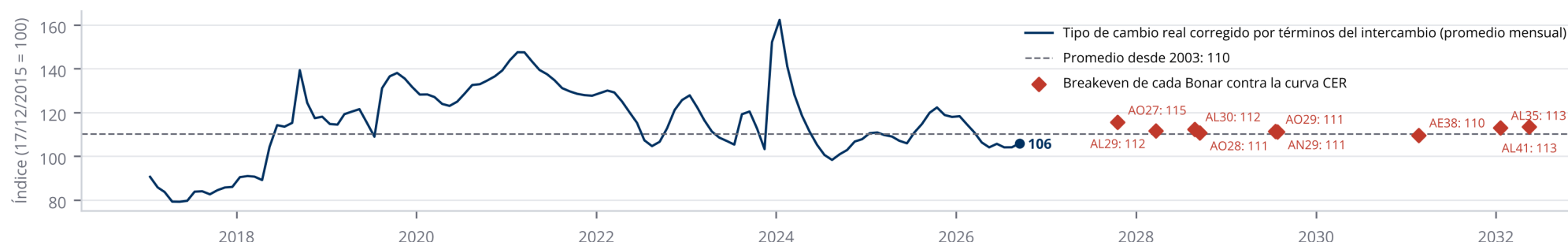
Para un inversor en pesos, comprar un Bonar con pesos y comprar un bono CER de la misma duration rinde igual si el tipo de cambio real sube entre 3,6% y 9,1% durante la vida de cada Bonar. Medido con el tipo de cambio real corregido por términos del intercambio, que hoy está en 105,8 contra un promedio de 110,3 desde 2003, el breakeven de los Bonares quedaría entre -0,6% y 4,6% de su promedio desde 2003, según el bono. Si se espera una corrección del tipo de cambio real mayor, el Bonar le gana al CER; si no, el CER es la mejor opción para el que mide su resultado en pesos.

Tabla 11. Bonares contra la curva CER del informe de bonos en pesos

Bonar	Precio en pesos	Dólar implícito del bono	TIR al dólar oficial	Duration	TIR real CER a igual duration	Inflación EE.UU.	Tipo de cambio real: suba que iguala	Breakeven corregido (índice)	Contra promedio desde 2003
AO27	161.870	1.560,9	0,55%	0,98	7,13%	2,6%	+9,1%	115,4	+4,6%
AO28	144.070	1.559,2	9,76%	1,89	9,76%	2,4%	+4,5%	110,6	+0,3%
AL29	85.060	1.548,8	6,69%	1,40	8,15%	2,5%	+5,4%	111,6	+1,2%
AO29	134.160	1.545,6	11,49%	2,73	11,04%	2,3%	+5,1%	111,2	+0,9%
AN29	138.300	1.559,2	11,55%	2,76	11,02%	2,3%	+5,0%	111,1	+0,7%
AL30	86.050	1.562,3	8,69%	1,84	9,70%	2,4%	+6,2%	112,4	+1,9%
AE38	113.390	1.553,3	12,39%	4,33	10,91%	2,2%	+3,6%	109,6	-0,6%
AL35	109.150	1.569,1	11,91%	5,24	10,96%	2,1%	+6,8%	113,0	+2,5%
AL41	101.240	1.566,0	11,93%	5,56	10,98%	2,1%	+7,2%	113,5	+2,9%

Precio en pesos llevado a dólares con el tipo de cambio oficial (1.528,26). Curva CER: bonos de liquidez alta y media del informe de bonos en pesos, interpolados por duration. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, BCRA, Reserva Federal y Docta.

Gráfico 11. Tipo de cambio real bilateral con EE.UU. corregido por términos del intercambio: historia y breakeven de los Bonares



Índice del BCRA (17/12/2015 = 100) multiplicado por los términos del intercambio del INDEC (promedio de tres meses) sobre su promedio desde 2003; hacia adelante, términos del intercambio constantes en el último dato. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BCRA, INDEC, BYMA y Docta.

Globales frente a EMHY y XCCC

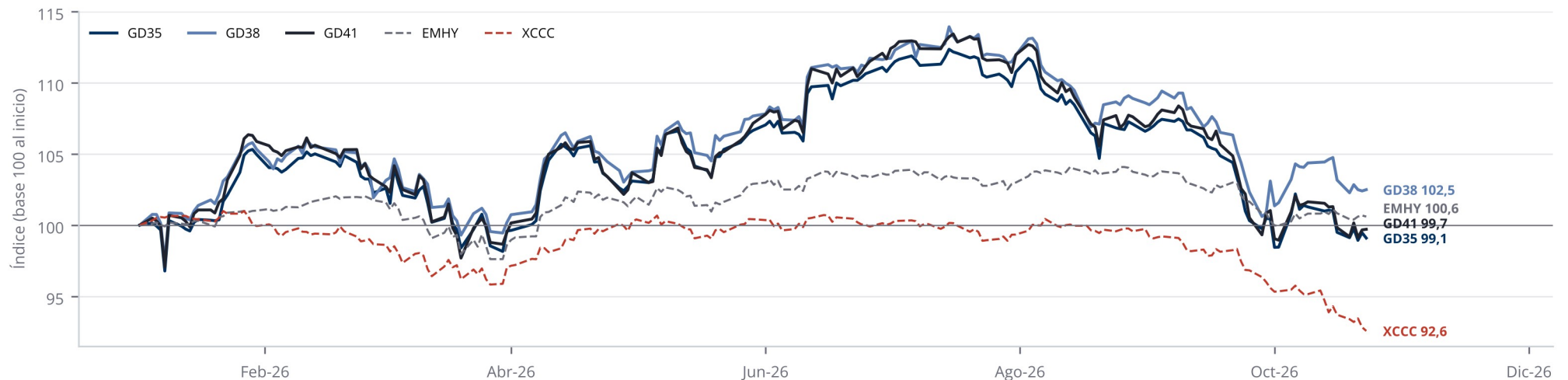
El EMHY, que reúne deuda de alto rendimiento de países emergentes, rinde 8,29% con 4,6 años de duration; los Globales largos pagan entre 253 pb y 290 pb más con una duration mayor. El XCCC, de bonos corporativos de EE.UU. con calificación CCC, rinde 17,07% con 2,5 años: los Globales cotizan bastante más cerca del primero que del segundo. En lo que va del año, el GD35 rindió -0,9% en dólares, contra +0,6% del EMHY y -7,4% del XCCC.

Tabla 12. Globales largos contra fondos de high yield

Instrumento	Rendimiento	Duration	Diferencia contra EMHY	Diferencia contra XCCC	Retorno total desde enero
GD35	11,19%	5,27	290 pb	-588 pb	-0,9%
GD38	10,82%	4,46	253 pb	-625 pb	+2,5%
GD41	11,14%	5,66	285 pb	-593 pb	-0,3%
EMHY	8,29%	4,63			+0,6%
XCCC	17,07%	2,50			-7,4%

Rendimiento de los fondos según cada administradora: EMHY, rendimiento promedio al vencimiento (iShares); XCCC, rendimiento al peor caso (BondBloxx). Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta, iShares, BondBloxx y Yahoo Finance.

Gráfico 12. Retorno total en dólares desde el 2 de enero de 2026



Globales: precio sucio con los pagos reinvertidos. Fondos: cierre ajustado por dividendos. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta y Yahoo Finance.

Curva forward de ley argentina

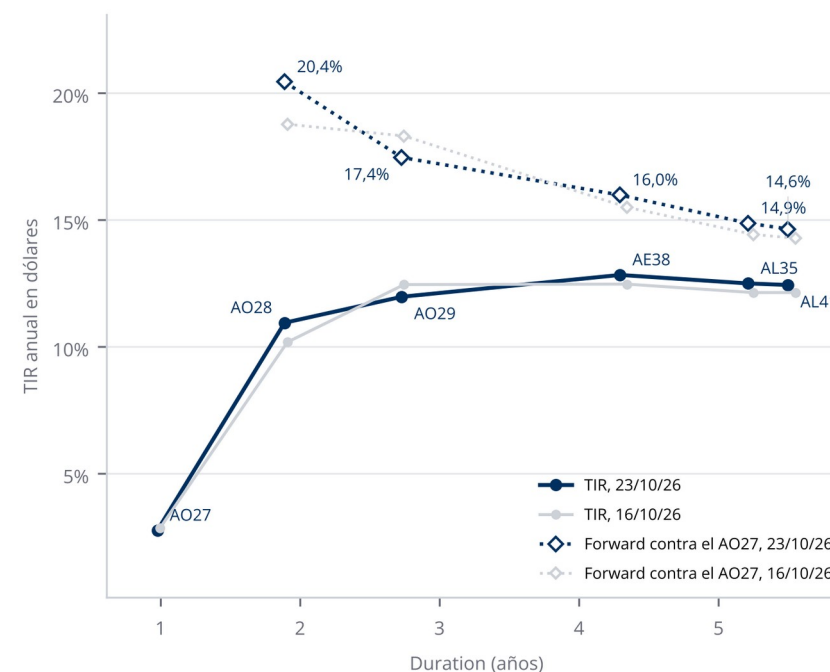
El AO27 vence antes del cambio de gobierno y rinde 2,75%. Lo que el mercado exige por el tramo que empieza ahí es mucho más alto: la tasa forward contra el AO27 va de 20,4% hasta el AO28 a 14,6% hasta el AL41. Una curva forward que baja con el plazo dice que el riesgo se concentra en los años inmediatamente posteriores a 2027.

Tabla 13. Matriz de TIR forward, ley argentina

Ticker	Duration	TIR	AO28	AO29	AE38	AL35	AL41
AO27	0,98	2,75%	20,4%	17,4%	16,0%	14,9%	14,6%
AO28	1,89	10,93%		14,3%	14,3%	13,4%	13,2%
AO29	2,73	11,96%			14,3%	13,1%	12,9%
AE38	4,29	12,82%				10,9%	11,0%
AL35	5,21	12,48%					11,3%
AL41	5,50	12,42%					

TIR forward entre la duration del bono de la fila y la del de la columna. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia.

Gráfico 13. Curva y forward contra el AO27



Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Barbell de ONs y Bonares largos

El AL29 y el AL30 ya son, en sí mismos, una combinación de dos plazos: una parte de sus flujos se cobra antes del fin del mandato actual, el 10 de diciembre de 2027, y otra después. En el AL29, el 36% del valor se cobra antes de esa fecha y el 64% restante después. En el AL30, el 29% del valor se cobra antes de esa fecha y el 71% restante después. La misma duration y el mismo rendimiento se pueden armar con ONs cortas, que no superan la duration del bono, y Bonares que vencen después de las elecciones (2035, 2038 y 2041). Buscamos siempre igualar la duration y la TIR del bono con la menor exposición posible a riesgo soberano. Elegimos al menos dos ONs de nuestras canastas, de emisores distintos, que rinden más de 5%, cada una con un peso de entre 5% y 20%, y la menor proporción posible de Bonares largos, hasta 20% de la cartera. Si con esos pesos no se puede igualar el bono, sube el peso máximo por ON antes que el de los Bonares. Dentro de esas reglas priorizamos la mejor calificación crediticia y, después, la menor volatilidad. La TIR de cada cartera es la de sus flujos combinados: la tasa que iguala el valor presente de todos sus pagos con lo que cuesta armarla, la misma medida que usamos para cada bono. La cartera contra el AL29 rinde 9,41% con 1,40 de duration y lleva 89% en ONs y 11% en AL41. Como hay pocas ONs con duration menor que la del AL29, cada una puede pesar hasta 45%: completar la cartera con más Bonares largos la alejaría de la duration del bono y aumentaría la exposición soberana. La cartera contra el AL30 rinde 10,01% con 1,82 de duration y lleva 83% en ONs y 17% en AL35 y AE38.

Tabla 14. Barbell con duration y TIR del AL29

Instrumento	Emisor	Calificación	Peso	VN	Monto (USD)	TIR	Duration
YM37	YPF	AAA(arg)	44,0%	10.785	10.995	6,34%	0,52
SBC3	Scania Credit	AAA(arg)	45,0%	11.033	11.248	7,05%	1,25
AL41	Tesoro, ley argentina	-	11,0%	4.263	2.756	12,42%	5,50
Cartera			100%		24.999	9,41%	1,40

Cartera de USD 25.000 a precios de cierre, con valores nominales que respetan la lámina mínima y el múltiplo de cada ON. TIR de la cartera: la de sus flujos combinados. Calificación local de largo plazo del emisor. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta, FIX SCR y Moody's Local.

Tabla 15. Barbell con duration y TIR del AL30

Instrumento	Emisor	Calificación	Peso	VN	Monto (USD)	TIR	Duration
MIC6	Mirgor	A+.ar	20,0%	4.967	4.999	8,70%	1,49
DNC5	Edenor	AA-(arg)	17,6%	4.189	4.398	7,88%	1,65
AEC3	AES Argentina	AA-(arg)	5,0%	1.256	1.250	7,79%	1,69
YM37	YPF	AAA(arg)	20,0%	4.904	5.000	6,34%	0,52
SBC3	Scania Credit	AAA(arg)	19,9%	4.887	4.982	7,05%	1,25
AL35	Tesoro, ley argentina	-	5,0%	1.807	1.257	12,48%	5,21
AE38	Tesoro, ley argentina	-	12,5%	4.265	3.113	12,82%	4,29
Cartera			100%		25.000	10,01%	1,82

Cartera de USD 25.000 a precios de cierre, con valores nominales que respetan la lámina mínima y el múltiplo de cada ON. TIR de la cartera: la de sus flujos combinados. Calificación local de largo plazo del emisor. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA, Docta, FIX SCR y Moody's Local.

Tabla 16. Cuánto de cada inversión se cobra antes y después del fin del mandato

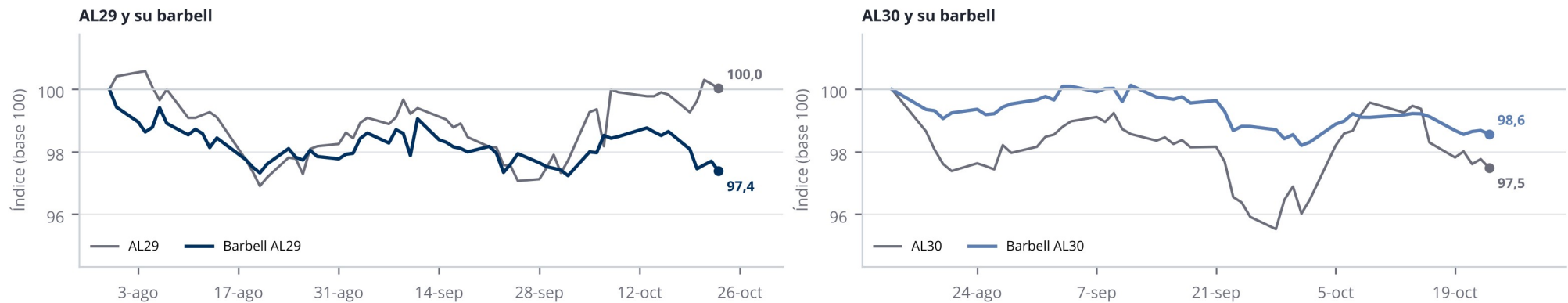
	Valor que se cobra hasta el 10/12/27	Duration de esa parte	Valor que se cobra después	Duration de esa parte	TIR	Volatilidad
AL29	36%	0,45	64%	1,93	7,72%	9,7%
Barbell AL29	67%	0,53	33%	3,16	9,41%	5,5%
AL30	29%	0,45	71%	2,37	10,01%	10,7%
Barbell AL30	36%	0,53	64%	2,53	10,01%	4,7%

Porción del valor presente de los flujos, descontados con la TIR de cada instrumento; en el barbell, ponderada por los pesos de la cartera. Volatilidad anualizada de los retornos semanales de las últimas doce semanas. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Barbell de ONs y Bonares largos (continuación)

La volatilidad surge del retorno total semanal, que suma al precio los cupones y amortizaciones cobrados, para que los cortes de cupón no se lean como caídas. La del barbell contra el AL29 fue 5,5% anual, contra 9,7% del bono. La del barbell contra el AL30 fue 4,7% anual, contra 10,7% del bono. La diferencia viene de que el riesgo soberano posterior a 2027 queda concentrado en una porción chica de la cartera, mientras que el grueso del valor se cobra en ONs cortas de empresas con buena calificación.

Gráfico 14. Retorno total en las últimas doce semanas: barbell contra el bono



Base 100 al inicio del período. Precio sucio más los cupones y amortizaciones cobrados; carteras con los pesos de hoy. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Gráfico 15. TIR y volatilidad: barbell contra el bono



Volatilidad anualizada de los retornos semanales de retorno total de las últimas doce semanas. Fuente: Becerra Bursátil | Research & Estrategia, sobre datos de BYMA y Docta.

Cómo se armó este informe

- Universo: Bonares (AL29, AL30, AL35, AE38 y AL41), Bonos del Tesoro en dólares de ley argentina (AO27, AO28, AO29 y AN29) y Globales (GD29, GD30, GD35, GD38, GD41 y GD46). Precio de cierre de la especie D (dólar MEP) en plazo 24 horas; el precio en pesos se usa sólo para la comparación con los bonos CER.
- Rendimientos: TIR efectiva anual en base 365 sobre el precio sucio, duration de Macaulay y paridad sobre el valor técnico (valor residual más intereses corridos). Cálculo propio, validado contra Docta.
- Escenarios de los Globales al 21 de noviembre de 2027: precio a esa fecha con la TIR de hoy más el cambio indicado, con la TIR de continuidad o con el 50% del valor técnico, más los cupones y amortizaciones cobrados hasta entonces, sin reinvertir.
- Probabilidad implícita: modelo binario. Continuidad: TIR igual al bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años más 300 pb. Opositor: 50% del valor técnico. Ambos al 29 de octubre de 2027; los flujos hasta esa fecha se descuentan con la tasa del Tesoro a un año. La lectura ponderada promedia GD35, GD38 y GD41 según cuánto se mueve cada precio entre escenarios.
- Comparaciones: ONs de las canastas del informe de ONs recomendadas; bonos CER del informe de bonos en pesos, con la inflación de EE.UU. que proyecta la Reserva Federal; fondos EMHY (iShares) y XCCC (BondBloxx).
- Barbell: el objetivo es igualar la duration y la TIR del bono con la menor exposición posible a riesgo soberano. ONs de las canastas con TIR mayor a 5%, duration no mayor que la del bono y al menos doce semanas de cotización, y Bonares 2035, 2038 y 2041. Al menos dos ONs, una por emisor, cada una entre 5% y 20%, y los Bonares, en conjunto, entre 5% y 20%. Cuando con esos pesos no se puede igualar el bono, el tope por ON sube de a 5% antes que el peso de los Bonares: hasta 40% para alcanzar su TIR y hasta 60% para igualar su duration. La TIR de la cartera, calculada con sus flujos combinados, iguala o supera la del bono cuando las ONs lo permiten y, si no, es la más alta posible. Después se busca el menor peso en Bonares, la mejor calificación promedio de las ONs y, con hasta un escalón de margen, los pesos de menor volatilidad del retorno total semanal (precio más cupones y amortizaciones) de las últimas doce semanas.
- Recomendación: surge de la relación entre la suba y la caída de los Globales 2035, 2038 y 2041 entre los dos escenarios, ponderada como la probabilidad implícita: mantener y comprar cuando lo que se gana es al menos 2 veces lo que se arriesga; vender en el resto de los casos.
- Fuentes: BYMA (precios y montos), Docta (flujos de fondos e historial de rendimientos), Reserva Federal (rendimientos del Tesoro de EE.UU.), BCRA (tipo de cambio oficial y tipo de cambio real), iShares, BondBloxx y Yahoo Finance (fondos de high yield), FIX SCR y Moody's Local (calificaciones de las ONs).

AVISO LEGAL

El presente informe ha sido preparado por el equipo de Research & Estrategia de Becerra Bursátil S.A. (ALyC Integral, Registro CNV N° 177) con fines exclusivamente informativos. Su contenido no constituye ni debe interpretarse como una oferta, invitación o recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor negociable, instrumento financiero ni activo de ninguna naturaleza.

La información utilizada en la elaboración de este informe ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables y de acceso público. No obstante, Becerra Bursátil S.A. no garantiza la exactitud, integridad, vigencia ni idoneidad de dicha información para propósito alguno. Las opiniones, estimaciones y proyecciones incluidas en este informe corresponden a la fecha de su elaboración y están sujetas a modificación sin previo aviso.

Los rendimientos pasados de cualquier activo o cartera mencionados en este informe no constituyen garantía ni indicación de resultados futuros. Toda inversión en instrumentos financieros conlleva riesgos y puede resultar en la pérdida total o parcial del capital invertido. El inversor debe evaluar, por sí mismo o con asesoramiento profesional adecuado, la conveniencia de cada operación en función de sus objetivos, horizonte temporal, tolerancia al riesgo y situación patrimonial.

Este informe es de distribución exclusiva para clientes y contrapartes de Becerra Bursátil S.A. Queda prohibida su reproducción, redistribución, retransmisión o publicación, total o parcial, sin autorización previa y por escrito de Becerra Bursátil S.A.



RESEARCH & ESTRATEGIA

Gonzalo Decándido

Jefe de Research y Estrategia
gdecandido@bbsa.com.ar

Ignacio Franco

Analista de Research
ifranco@bbsa.com.ar