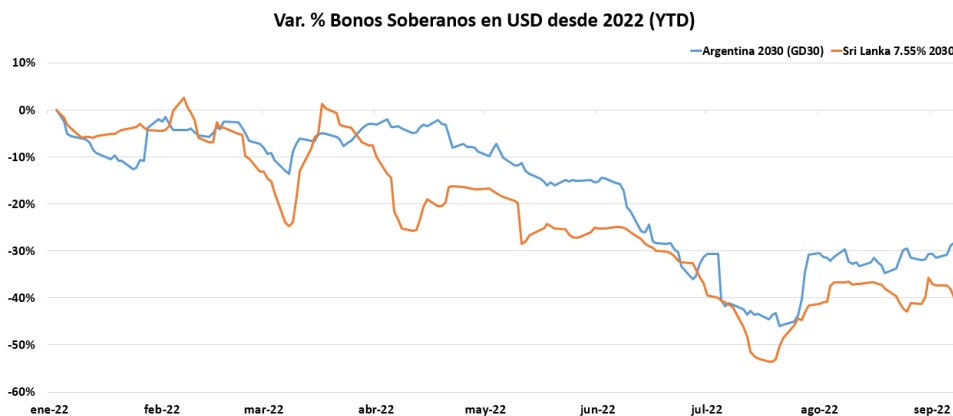


09 de septiembre de 2022

Bonos Soberanos¹

Para el análisis de los bonos soberanos en dólares, el primer paso consiste en dejar de mirarnos el ombligo. En la actualidad los flujos financieros están completamente globalizados, la dinámica de los bonos argentinos correlaciona con el desempeño de la renta fija a nivel global. El último año y medio ha sido durísimo para los bonos en el mercado global. El incremento en las expectativas de inflación, los Bancos Centrales subiendo tasas y las altas paridades que mostraban los bonos en un mundo de tasa cero fueron un combo letal ([en este Resumen](#) del año pasado lo discutimos). Todos los segmentos de renta fija sufrieron la caída. Desde los bonos high yield, los títulos emergentes, los bonos investment grade, hasta los Treasuries norteamericanos. En el gráfico a continuación se compara la performance desde 2022 del bono de Sri Lanka con vencimiento en 2030 y nuestro bono soberano GD30. Los flujos marcan la tendencia, hay que dejar de mirarnos el ombligo. Nuestra perspectiva para la renta fija global es positiva para los próximos meses. Creemos que es un gran momento para posicionarse en renta fija, dejamos este debate para un próximo *Resumen*.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Hecha esta aclaración, vayamos ahora a las variables locales. Los bonos en dólares necesitan fundamentalmente dos cosas para salir del pozo. La primera es que el país aumente su bajísima credibilidad internacional. La segunda que mejore su capacidad de pago como deudor. Claramente ambas variables están íntimamente ligadas. Los bonos en dólares comenzaron a caer fuerte con el desplome de la deuda en pesos y luego sufrieron otro golpe con la renuncia de Guzmán. Desde que se rumoreó que Massa iba a asumir como superministro, los bonos mostraron una buena recuperación. Volviendo a observar el gráfico comparativo con Sri Lanka, es difuso ver un efecto Massa muy fuerte, la recuperación parece estar más explicada por los flujos globales.

¿Qué pasó con nuestra capacidad de pago y reputación desde que tenemos superministro? No cambió demasiado. La reducción planteada en el rojo fiscal es bienvenida, pero dado el contexto aún luce muy lenta. Veremos que nos traen los próximos números fiscales, pero por ahora tiene gusto a poco. En

¹ El presente informe se elaboró con precios al cierre del 07/09/22.

materia cambiaria, para ver los bonos subir necesitamos parar la sangría de reservas, las medidas hasta ahora son bastante mediocres. En el *Resumen* de la semana pasada ([ver acá](#)) discutimos sobre las alternativas que tenía el gobierno en materia cambiaria. Creemos que se optó por una de las peores. El dólar soja es endeble en su diseño por todos lados, el BCRA compra más caro de lo que vende y genera un muy mal precedente para el futuro como incentivo a liquidar, pan para hoy y hambre para mañana. Esta medida, junto con los desembolsos del BID anunciados esta semana, posiblemente traiga un veranito muy corto en la sangría de reservas, pero para nada modifica la tendencia.

Con lo cual, con las medidas anunciadas hasta el momento, es improbable que veamos una recuperación marcada de los bonos en el corto plazo. Sin embargo, si este veranito cambiario le da fuerza política al equipo de Massa, quizás podríamos ver otras medidas fiscales y cambiarias sensatas que ayuden a fortalecer reservas en los próximos meses. Como venimos resaltando en los últimos meses, pensamos que los bonos tienen mucho más para ganar que para perder a mediano plazo, básicamente por el potencial cambio de gobierno. El simple cambio de Gobierno traerá aire fresco para los bonos, creemos que se materializará en una primera recuperación de paridades (¿arriba del 40%?). Para ver un escalón más alto en las paridades (¿55%-65%?), deberíamos ver un cambio de políticas a partir de diciembre del 2023, básicamente un nuevo programa que avance en materia fiscal y logre recomponer reservas. No hace falta aclarar que los bonos soberanos son apuestas de riesgo, con niveles de volatilidad no fáciles de tolerar por el inversor promedio.

Luego de esta introducción, la segunda pregunta que surge es en qué bono soberano debo posicionarme. Veamos algunas cuestiones importantes a la hora de elegir entre los bonos soberanos en dólares.

El menú de elección²

En el último canje de deuda nuestro país emitió 11 títulos en dólares, de los cuales 6 tienen legislación de Nueva York y 5 legislación local. Dado que la variedad de bonos emitidos fue menor que la cantidad de títulos elegibles a canjear, la mayoría de los bonos tienen un tamaño de emisión y una liquidez importante, salvo los bonos GD29 y AL29 (emitidos para pagar intereses corridos) y los GD46 y AL41.

Los indenture, contratos legales que reflejan los términos y condiciones de una emisión de deuda, se mantuvieron sin cambios con respecto a los títulos entregados en el canje. Los bonos argentinos cuentan con dos tipos de indentures: los emitidos con el indenture 2005 (“Bonos K”) y aquellos emitidos con el indenture 2016 (“Bonos M”). La principal diferencia entre ambos se presenta ante una eventual disputa judicial, donde los bonos con indenture 2005 brindan una mayor protección legal al inversor al requerir mayorías más relevantes para su renegociación. Por estas razones, los inversores suelen pagar una prima por los bonos ley Nueva York por sobre las emisiones bajo ley local, como también por los bonos emitidos bajo indenture 2005 por sobre los de 2016. Como veremos a continuación, esa prima refleja parte del diferencial de precios entre los bonos (spread), dato que el mercado sigue de cerca a la hora de elegir entre los diferentes bonos.

² A lo largo del reporte nos centraremos solamente en los bonos soberanos en dólares y utilizaremos los precios dólar cable (cotizaciones en el exterior/local con liquidación en el exterior)

Bono	ISIN	Emisión	Vto.	Ley	Indenture	Amortización Ctas. Sem.	Outstanding (Mill.)
GD29	US040114HX11	4/9/2020	9/7/2029	NY	2016	10 desde 2025	2.635
GD30	US040114HS26	4/9/2020	9/7/2030	NY	2016	13 desde 2024	16.091
GD35	US040114HT09	4/9/2020	9/7/2035	NY	2016	10 desde 2031	20.502
GD38	US040114HU71	4/9/2020	9/1/2038	NY	2005	22 desde 2027	11.405
GD41	US040114HV54	4/9/2020	9/7/2041	NY	2005	28 desde 2028	10.482
GD46	US040114HW38	4/9/2020	9/7/2046	NY	2016	44 desde 2025	2.092
AL29	ARARGE3209Y4	4/9/2020	9/7/2029	ARG	2016	10 desde 2025	2.195
AL30	ARARGE3209S6	4/9/2020	9/7/2030	ARG	2016	13 desde 2024	13.531
AL35	ARARGE3209T4	4/9/2020	9/7/2035	ARG	2016	10 desde 2031	19.072
AE38	ARARGE3209U2	4/9/2020	9/1/2038	ARG	2005	22 desde 2027	7.219
AL41	ARARGE3209V0	4/9/2020	9/7/2041	ARG	2005	28 desde 2028	1.513

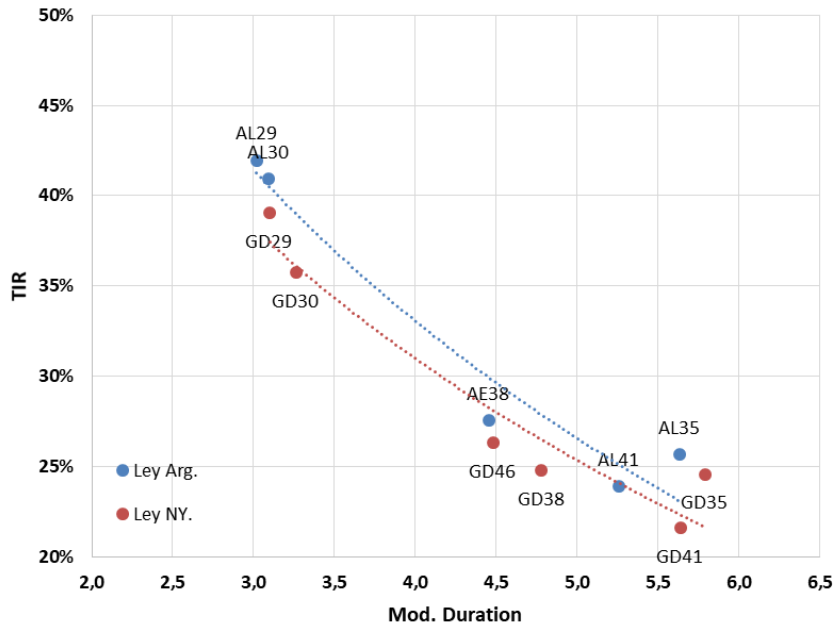
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Rendimiento y Paridades

Los gráficos a continuación son los primeros que vemos en cualquier reporte de bonos. Comparan la conveniencia de los bonos según su tasa interna de retorno (TIR) y Duration. En el caso de los bonos soberanos argentinos esta curva tiene una lectura algo particular. Teóricamente la TIR tiene dos supuestos, que mantengo los bonos a vencimiento y que reinvierto todos los cupones cobrados a la misma TIR. En nuestro caso, hay que sumarle un tercer supuesto, es que los cupones y las amortizaciones las voy a cobrar tal cual se establece en los flujos de fondos definidos. Sin embargo, este supuesto es particularmente muy fuerte, ya que los bonos argentinos cotizan hoy con una altísima probabilidad de default a 3 años vista. Con lo cual, el mercado está descontando que el flujo de fondos prometido en el prospecto tiene muy baja probabilidad de cumplimiento. Mucho menos tiene sentido suponer que voy a ir reinvertiendo los cupones a la misma tasa. Si voy cobrando cupones durante la vida del bono, lo más probable es que el riesgo de crédito (y la TIR) vaya bajando.

Vayamos a la duration. La madurez o el vencimiento de los bonos argentinos se extienden desde el 2029 al 2046, y en todos los casos comienzan a amortizar parcialmente el capital unos años antes. Como también observamos en el siguiente gráfico, la duration de los bonos en todos los casos es considerablemente más corta que la madurez. Esto ocurre porque los bonos valen muy baratos en paridad y la tasa de descuento a la que cotizan es tan alta, que a medida que cobro cupones y amortizaciones la inversión inicial se recupera más rápido. El cálculo de la duration también tiene la limitación que supone cobrar los flujos sin incumplimientos.

Curva Soberana en dólares

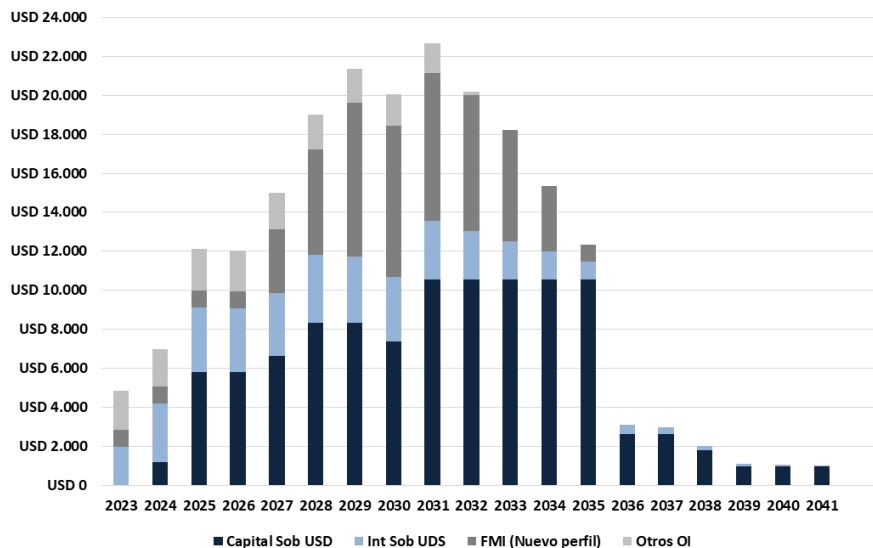


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

¿Y entonces? Mirar las duration y la TIR continúa siendo de utilidad, pero en el caso argentino con estas dos medidas nos quedamos muy cortos. Una medida muy útil es mirar simplemente el precio o la paridad. Dado que los bonos tienen una alta probabilidad de default implícita, más baja la paridad que pago mayor es la protección ante una eventual reestructuración. Un ejemplo reciente de esto son los antiguos bonos PAR. En el último canje de deuda los tenedores de bonos PAR fueron por lejos los menos castigados. Dicho en otras palabras, si quiero comprar 10.000 dólares en bonos, pero considero que la probabilidad de incumplimiento es muy alta, generalmente conviene comprar la mayor cantidad de nominales posibles para enfrentar una renegociación con mayor cantidad de nuevos bonos. Bajo este supuesto de inversión, los GD35 y AL35 parecen la mejor apuesta.

Otro dato a mirar es la renta corriente, también llamada current yield, que básicamente compara los cupones que se cobrarán año a año en relación al precio que se pagó por el bono. Como los bonos argentinos tienen una estructura step-up (interés creciente), la renta corriente es creciente en el tiempo. Además, como se exhibe en el gráfico debajo, los desembolsos en dólares por pago de rentas hasta el cupón de julio 2024, en principio luce loguable.

Perfil de Deuda Argentina en Dólares



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Mecon y Bloomberg

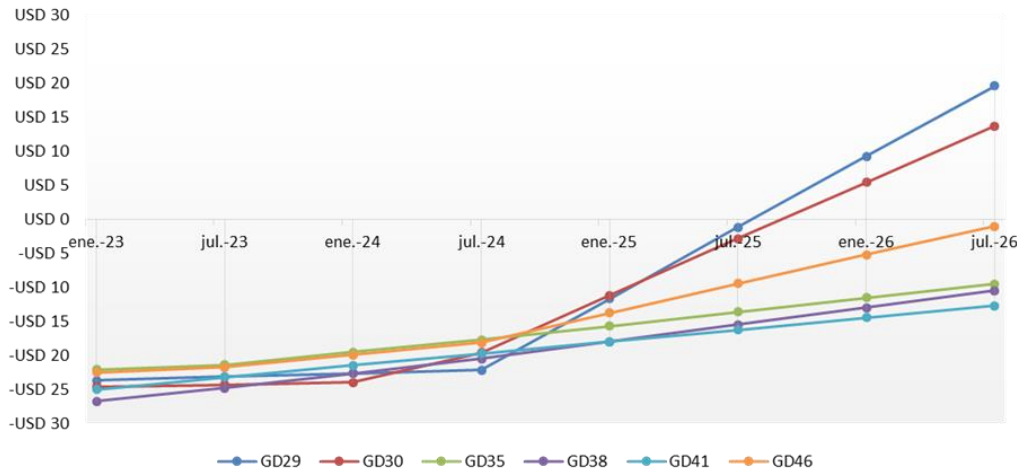
Si bien el current yield supone que la renta se paga como corresponde, al observar año por año el peso de cada cupón la medida es un buen complemento para analizar la TIR. Observando las rentas corrientes (en el cuadro debajo), los títulos con vencimiento a partir de 2035 (inclusive) al poseer current yields más altas en la actualidad y próximos años, resultan ser los bonos más interesantes en los cuales invertir.

Bono	Cupón 2023	Fecha Prox Cpn	Current Yields							
			2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
GD29	1,000	9/1/2023	4,14	4,14	4,14	4,14	4,14	4,14	4,14	0,00
GD30	0,500	9/1/2023	2,01	3,02	3,02	3,02	3,02	7,05	7,05	7,05
GD35	1,500	9/1/2023	6,56	15,85	18,03	18,03	18,03	20,77	21,86	21,86
GD38	3,875	9/1/2023	13,52	14,83	17,45	17,45	17,45	17,45	17,45	17,45
GD41	3,500	9/1/2023	13,09	13,09	13,09	13,09	13,09	13,09	13,09	18,23
GD46	1,500	9/1/2023	6,45	15,60	17,75	17,75	17,75	18,82	21,51	21,51
AL29	1,000	9/1/2023	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	0,00
AL30	0,500	9/1/2023	2,36	3,55	3,55	3,55	3,55	8,28	8,28	8,28
AL35	1,500	9/1/2023	6,90	16,68	18,98	18,98	18,98	21,86	23,01	23,01
AE38	3,875	9/1/2023	15,03	16,48	19,39	19,39	19,39	19,39	19,39	19,39
AL41	3,500	9/1/2023	14,50	14,50	14,50	14,50	14,50	14,50	14,50	20,19

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Mecon y Bloomberg

Otra forma de analizar el atractivo de los bonos es a través del cálculo de recuero del capital. En el siguiente gráfico, se observa para cada título como se recupera la inversión inicial en la medida que pasa el tiempo, a través del cobro de cupones y amortizaciones. A modo de ejemplo, en un escenario de no default parándonos en julio del 2024, el precio actual del bono menos el cobro de cupones hasta dicha fecha dejaría al GD35 con un valor por debajo de los 18 dólares.

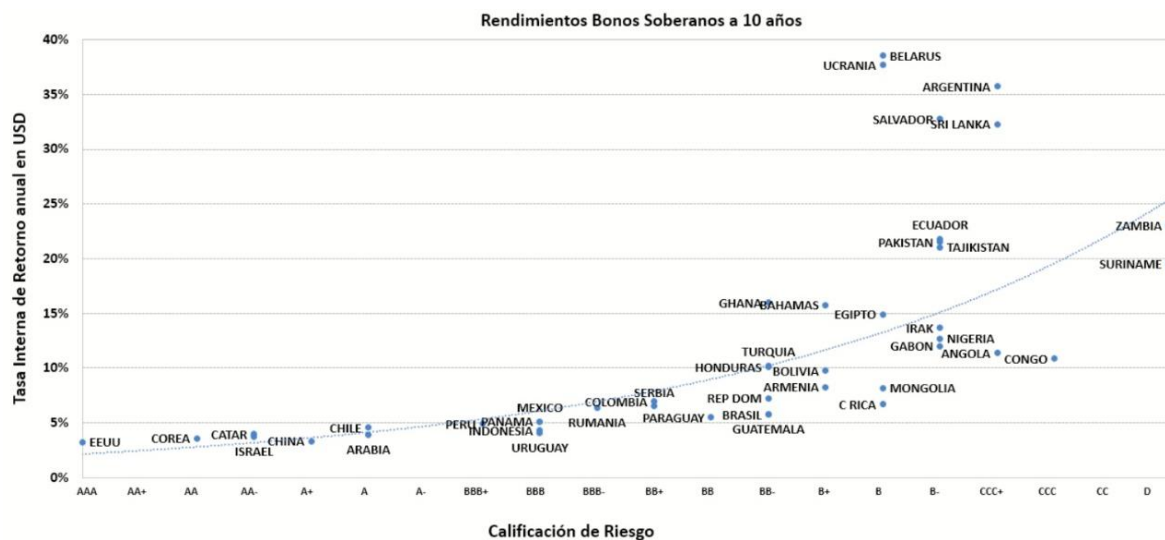
Recupero de la inversión por pago de Cupón + Amortización



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Fuera de la Curva

Ahora bien, uno también podría ser algo más optimista. ¿Qué pasaría si Argentina a mediano plazo comienza a normalizar su economía? Soñar no cuesta nada. Y no estamos soñando con ser primer mundo, ni siquiera ser Chile o Uruguay, sino tener algún grado de normalización macroeconómica. Como se puede ver en el gráfico a continuación, la mayoría de las economías aún con muy baja calificación crediticia tiene rendimientos muy inferiores a Argentina. Nuestro país tiene la peor de las calificaciones previas al default (CCC+), está muy lejos de la curva y opera en rendimientos comparables a países en pleno conflicto bélico o guerra civil. Aproximarnos a la curva supone alcanzar rendimientos de países con similar calificación, como es el caso de Ecuador con rendimiento a 10 años en torno al 22%. Es un ejercicio interesante, sobre todo de cara a un potencial giro en la confianza inversora a partir de las elecciones presidenciales del año próximo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

No todos los bonos responden de igual manera ante una caída en los rendimientos exigidos por el mercado, básicamente cada bono tiene una sensibilidad diferente a los movimientos en los rendimientos (modified duration). En el cuadro a continuación, detallamos que pasaría con las cotizaciones de los bonos ante cambios en el riesgo percibido por el mercado (TIR). Suponiendo que nuestro país tiende a normalizarse con el tiempo y los rendimientos se acercan a los de países de símil calificación, los bonos convenientes para tener en cartera son básicamente los más cortos. En la medida que se reduce la probabilidad de default, la curva debería comenzar a normalizarse, hoy completamente invertida.

Simulación de precios tras cambios de TIR

	Ley Argentina					Ley NY						
	AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46	
Precio actual	22,74	22,03	22,39	26,35	24,13	24,51	24,92	23,40	29,92	26,78	24,37	
TIR actual	45,40%	43,44%	26,69%	28,87%	25,29%	42,47%	38,87%	25,83%	25,80%	23,15%	27,10%	
TIR	22%	44,69	41,96	28,88	35,57	28,45	44,69	41,96	28,88	35,57	28,45	30,52
	20%	47,77	45,02	32,47	39,24	31,70	47,77	45,02	32,47	39,24	31,70	33,69
	18%	51,17	48,38	36,72	43,52	35,58	51,17	48,38	36,72	43,52	35,58	37,45
	16%	54,89	52,33	41,77	48,55	40,24	54,89	52,33	41,77	48,55	40,24	41,97

*Precios dirty (con interés corrido) en dólar Cable.

Simulación de rendimientos obtenidos tras cambios de TIR

TIR	AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
	22%	97%	90%	29%	35%	18%	82%	68%	23%	19%	6%
20%	110%	104%	45%	49%	31%	95%	81%	39%	31%	18%	38%
18%	125%	120%	64%	65%	47%	109%	94%	57%	45%	33%	54%
16%	141%	138%	87%	84%	67%	124%	110%	78%	62%	50%	72%

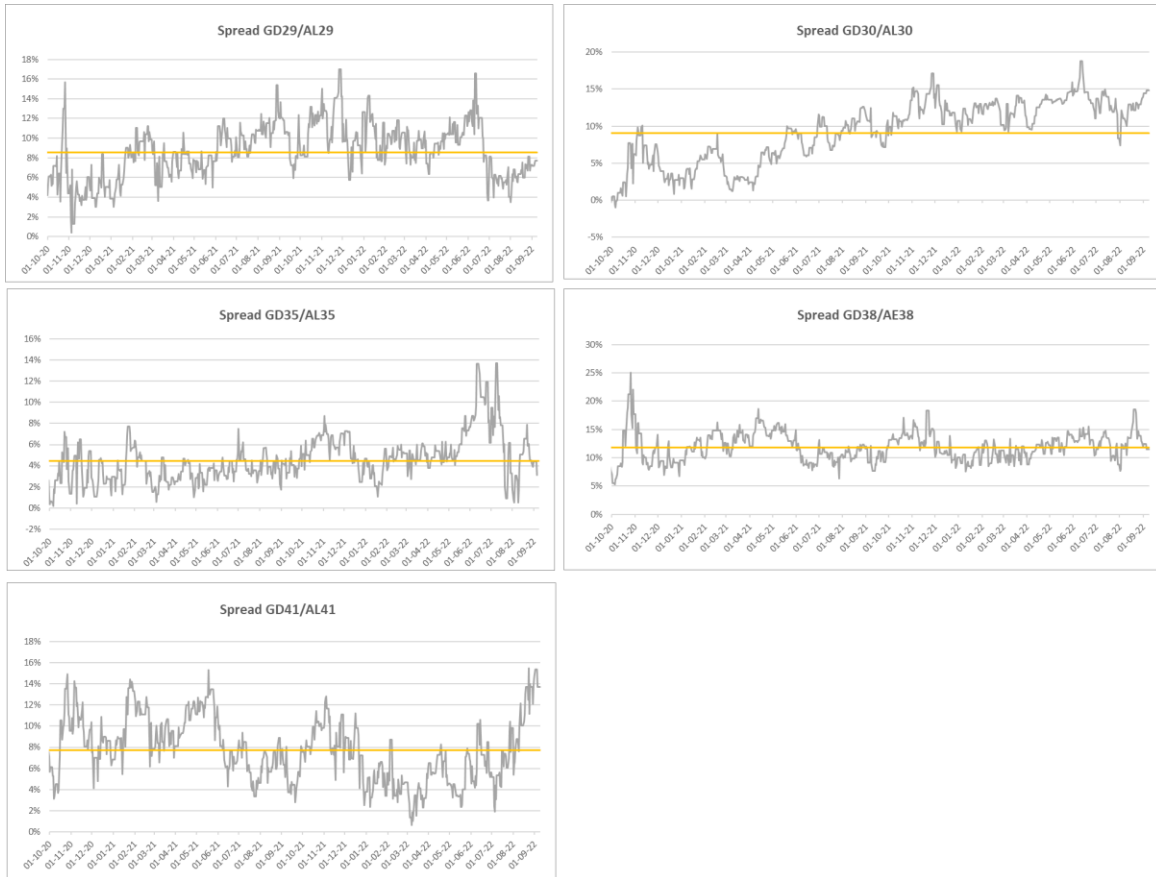
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Spreads de legislación

El spread se puede simplificar comparando las paridades de dos flujos exactamente iguales, pero con diferente legislación. El mercado suele comparar los spread actuales contra los históricos. A mayor desvío con respecto al promedio histórico, mayor incentivo para arbitrar.

Observando los spreads más relevantes, pasar del bono soberano de legislación extranjera GD35 a su par de legislación argentina AL35 tiene una ganancia actual de solo el 3,1%, siendo el promedio histórico de este spread del 5,6%. En los últimos 3 meses esta ganancia había trepado a un máximo histórico de 13,7%. Estas relaciones dan la pauta que el bono GD35 se encuentra subvaluado con respecto a su par AL35, por lo que resulta más interesante posicionarse en la ley extranjera para el vencimiento 2035. De igual forma, pero con spread históricamente más altos, sucede con el par de bonos con vencimiento 2029 y 2038.

Por contrario, los bonos ley extranjera con vencimiento en 2030 y 2041 lucen considerablemente caros al respecto de los bonos ley local. El costo de pasar del bono AL41 al GD41 es actualmente del 12,1%, cuando su costo promedio histórico opera prácticamente a la mitad. Asimismo, el costo de cambio de legislación del bono AL30 es del 12,9% (su máximo en el último mes), siendo su promedio histórico del 11%. Para ambos vencimientos resulta más atractivo a priori, posicionarse en legislación local.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Conclusión

La selección entre soberanos depende del objetivo y las perspectivas del inversor. Más conservadores, los bonos con ley Nueva York e indenture 2005 son los más aconsejables. Para aquellos que quieren estar algo más cubiertos ante otra eventual reestructuración, comprar un bono con menor paridad es conveniente, básicamente los GD35 (dado el spread no tiene mucho sentido el AL35), además tiene cupones interesantes a partir del 2024. Para aquellos que busquen flujos de fondos en el camino, los títulos GD38, GD41, AE38 y AL41 serían más aconsejables. Para los muy optimistas que ven una baja importante del riesgo soberano, los bonos cortos lucen como los más atractivos, siendo AL30 la mejor opción para apostar al escenario de no reestructuración.

Considerando todas las variables, la liquidez incluida, nuestros preferidos son el GD35 y GD38.

juan@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar

Anexo flujos de fondos títulos soberanos en dólares

GD29				AL29			
Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos	Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos
9/1/2023	0,50		USD 0,50	9/1/2023	0,50		USD 0,50
9/7/2023	0,50		USD 0,50	9/7/2023	0,50		USD 0,50
9/1/2024	0,50		USD 0,50	9/1/2024	0,50		USD 0,50
9/7/2024	0,50		USD 0,50	9/7/2024	0,50		USD 0,50
9/1/2025	0,50	10,00	USD 10,50	9/1/2025	0,50	10,00	USD 10,50
9/7/2025	0,50	10,00	USD 10,45	9/7/2025	0,50	10,00	USD 10,45
9/1/2026	0,50	10,00	USD 10,40	9/1/2026	0,50	10,00	USD 10,40
9/7/2026	0,50	10,00	USD 10,35	9/7/2026	0,50	10,00	USD 10,35
9/1/2027	0,50	10,00	USD 10,30	9/1/2027	0,50	10,00	USD 10,30
9/7/2027	0,50	10,00	USD 10,25	9/7/2027	0,50	10,00	USD 10,25
9/1/2028	0,50	10,00	USD 10,20	9/1/2028	0,50	10,00	USD 10,20
9/7/2028	0,50	10,00	USD 10,15	9/7/2028	0,50	10,00	USD 10,15
9/1/2029	0,50	10,00	USD 10,10	9/1/2029	0,50	10,00	USD 10,10
9/7/2029	0,50	10,00	USD 10,05	9/7/2029	0,50	10,00	USD 10,05

C/100 Nom. USD 104,75

C/100 Nom. USD 104,75

GD30				AL30			
Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos	Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos
9/1/2023	0,250		USD 0,25	9/1/2023	0,250		USD 0,25
9/7/2023	0,250		USD 0,25	9/7/2023	0,250		USD 0,25
9/1/2024	0,375		USD 0,38	9/1/2024	0,375		USD 0,38
9/7/2024	0,375	4,0	USD 4,38	9/7/2024	0,375	4,0	USD 4,38
9/1/2025	0,375	8,00	USD 8,36	9/1/2025	0,375	8,00	USD 8,36
9/7/2025	0,375	8,00	USD 8,33	9/7/2025	0,375	8,00	USD 8,33
9/1/2026	0,375	8,00	USD 8,30	9/1/2026	0,375	8,00	USD 8,30
9/7/2026	0,375	8,00	USD 8,27	9/7/2026	0,375	8,00	USD 8,27
9/1/2027	0,375	8,00	USD 8,24	9/1/2027	0,375	8,00	USD 8,24
9/7/2027	0,375	8,00	USD 8,21	9/7/2027	0,375	8,00	USD 8,21
9/1/2028	0,875	8,00	USD 8,42	9/1/2028	0,875	8,00	USD 8,42
9/7/2028	0,875	8,00	USD 8,35	9/7/2028	0,875	8,00	USD 8,35
9/1/2029	0,875	8,00	USD 8,28	9/1/2029	0,875	8,00	USD 8,28
9/7/2029	0,875	8,00	USD 8,21	9/7/2029	0,875	8,00	USD 8,21
9/1/2030	0,875	8,00	USD 8,14	9/1/2030	0,875	8,00	USD 8,14
9/7/2030	0,875	8,00	USD 8,07	9/7/2030	0,875	8,00	USD 8,07

C/100 Nom. USD 104,43

C/100 Nom. USD 104,43

GD35				AL35			
Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos	Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos
9/1/2023	0,7500		USD 0,75	9/1/2023	0,7500		USD 0,75
9/7/2023	0,7500		USD 0,75	9/7/2023	0,7500		USD 0,75
9/1/2024	1,8125		USD 1,81	9/1/2024	1,8125		USD 1,81
9/7/2024	1,8125		USD 1,81	9/7/2024	1,8125		USD 1,81
9/1/2025	2,0625		USD 2,06	9/1/2025	2,0625		USD 2,06
9/7/2025	2,0625		USD 2,06	9/7/2025	2,0625		USD 2,06
9/1/2026	2,0625		USD 2,06	9/1/2026	2,0625		USD 2,06
9/7/2026	2,0625		USD 2,06	9/7/2026	2,0625		USD 2,06
9/1/2027	2,0625		USD 2,06	9/1/2027	2,0625		USD 2,06
9/7/2027	2,0625		USD 2,06	9/7/2027	2,0625		USD 2,06
9/1/2028	2,3750		USD 2,38	9/1/2028	2,3750		USD 2,38
9/7/2028	2,3750		USD 2,38	9/7/2028	2,3750		USD 2,38
9/1/2029	2,5000		USD 2,50	9/1/2029	2,5000		USD 2,50
9/7/2029	2,5000		USD 2,50	9/7/2029	2,5000		USD 2,50
9/1/2030	2,5000		USD 2,50	9/1/2030	2,5000		USD 2,50
9/7/2030	2,5000		USD 2,50	9/7/2030	2,5000		USD 2,50
9/1/2031	2,5000	10,0	USD 12,50	9/1/2031	2,5000	10,0	USD 12,50
9/7/2031	2,5000	10,0	USD 12,25	9/7/2031	2,5000	10,0	USD 12,25
9/1/2032	2,5000	10,0	USD 12,00	9/1/2032	2,5000	10,0	USD 12,00
9/7/2032	2,5000	10,0	USD 11,75	9/7/2032	2,5000	10,0	USD 11,75
9/1/2033	2,5000	10,0	USD 11,50	9/1/2033	2,5000	10,0	USD 11,50
9/7/2033	2,5000	10,0	USD 11,25	9/7/2033	2,5000	10,0	USD 11,25
9/1/2034	2,5000	10,0	USD 11,00	9/1/2034	2,5000	10,0	USD 11,00
9/7/2034	2,5000	10,0	USD 10,75	9/7/2034	2,5000	10,0	USD 10,75
9/1/2035	2,5000	10,0	USD 10,50	9/1/2035	2,5000	10,0	USD 10,50
9/7/2035	2,5000	10,0	USD 10,25	9/7/2035	2,5000	10,0	USD 10,25

C/100 Nom.	USD 146,00
-------------------	-------------------

C/100 Nom.	USD 146,00
-------------------	-------------------

GD38				AE38			
Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos	Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos
9/1/2023	1,9375		USD 1,94	9/1/2023	1,9375		USD 1,94
9/7/2023	1,9375		USD 1,94	9/7/2023	1,9375		USD 1,94
9/1/2024	2,1250		USD 2,13	9/1/2024	2,1250		USD 2,13
9/7/2024	2,1250		USD 2,13	9/7/2024	2,1250		USD 2,13
9/1/2025	2,5000		USD 2,50	9/1/2025	2,5000		USD 2,50
9/7/2025	2,5000		USD 2,50	9/7/2025	2,5000		USD 2,50
9/1/2026	2,5000		USD 2,50	9/1/2026	2,5000		USD 2,50
9/7/2026	2,5000		USD 2,50	9/7/2026	2,5000		USD 2,50
9/1/2027	2,5000		USD 2,50	9/1/2027	2,5000		USD 2,50
9/7/2027	2,5000	4,55	USD 7,05	9/7/2027	2,5000	4,55	USD 7,05
9/1/2028	2,5000	4,55	USD 6,93	9/1/2028	2,5000	4,55	USD 6,93
9/7/2028	2,5000	4,55	USD 6,82	9/7/2028	2,5000	4,55	USD 6,82
9/1/2029	2,5000	4,55	USD 6,70	9/1/2029	2,5000	4,55	USD 6,70
9/7/2029	2,5000	4,55	USD 6,59	9/7/2029	2,5000	4,55	USD 6,59
9/1/2030	2,5000	4,55	USD 6,48	9/1/2030	2,5000	4,55	USD 6,48
9/7/2030	2,5000	4,55	USD 6,36	9/7/2030	2,5000	4,55	USD 6,36
9/1/2031	2,5000	4,55	USD 6,25	9/1/2031	2,5000	4,55	USD 6,25
9/7/2031	2,5000	4,55	USD 6,14	9/7/2031	2,5000	4,55	USD 6,14
9/1/2032	2,5000	4,55	USD 6,02	9/1/2032	2,5000	4,55	USD 6,02
9/7/2032	2,5000	4,55	USD 5,91	9/7/2032	2,5000	4,55	USD 5,91
9/1/2033	2,5000	4,55	USD 5,80	9/1/2033	2,5000	4,55	USD 5,80
9/7/2033	2,5000	4,55	USD 5,68	9/7/2033	2,5000	4,55	USD 5,68
9/1/2034	2,5000	4,55	USD 5,57	9/1/2034	2,5000	4,55	USD 5,57
9/7/2034	2,5000	4,55	USD 5,45	9/7/2034	2,5000	4,55	USD 5,45
9/1/2035	2,5000	4,55	USD 5,34	9/1/2035	2,5000	4,55	USD 5,34
9/7/2035	2,5000	4,55	USD 5,23	9/7/2035	2,5000	4,55	USD 5,23
9/1/2036	2,5000	4,55	USD 5,11	9/1/2036	2,5000	4,55	USD 5,11
9/7/2036	2,5000	4,55	USD 5,00	9/7/2036	2,5000	4,55	USD 5,00
9/1/2037	2,5000	4,55	USD 4,89	9/1/2037	2,5000	4,55	USD 4,89
9/7/2037	2,5000	4,55	USD 4,77	9/7/2037	2,5000	4,55	USD 4,77
9/1/2038	2,5000	4,55	USD 4,66	9/1/2038	2,5000	4,55	USD 4,66

C/100 Nom. USD 149,38

C/100 Nom. USD 149,38

GD41				AL41			
Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos	Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos
9/1/2023	1,7500		USD 1,75	9/1/2023	1,7500		USD 1,75
9/7/2023	1,7500		USD 1,75	9/7/2023	1,7500		USD 1,75
9/1/2024	1,7500		USD 1,75	9/1/2024	1,7500		USD 1,75
9/7/2024	1,7500		USD 1,75	9/7/2024	1,7500		USD 1,75
9/1/2025	1,7500		USD 1,75	9/1/2025	1,7500		USD 1,75
9/7/2025	1,7500		USD 1,75	9/7/2025	1,7500		USD 1,75
9/1/2026	1,7500		USD 1,75	9/1/2026	1,7500		USD 1,75
9/7/2026	1,7500		USD 1,75	9/7/2026	1,7500		USD 1,75
9/1/2027	1,7500		USD 1,75	9/1/2027	1,7500		USD 1,75
9/7/2027	1,7500		USD 1,75	9/7/2027	1,7500		USD 1,75
9/1/2028	1,7500	3,57	USD 5,32	9/1/2028	1,7500	3,57	USD 5,32
9/7/2028	1,7500	3,57	USD 5,26	9/7/2028	1,7500	3,57	USD 5,26
9/1/2029	1,7500	3,57	USD 5,20	9/1/2029	1,7500	3,57	USD 5,20
9/7/2029	1,7500	3,57	USD 5,13	9/7/2029	1,7500	3,57	USD 5,13
9/1/2030	2,4375	3,57	USD 5,66	9/1/2030	2,4375	3,57	USD 5,66
9/7/2030	2,4375	3,57	USD 5,57	9/7/2030	2,4375	3,57	USD 5,57
9/1/2031	2,4375	3,57	USD 5,49	9/1/2031	2,4375	3,57	USD 5,49
9/7/2031	2,4375	3,57	USD 5,40	9/7/2031	2,4375	3,57	USD 5,40
9/1/2032	2,4375	3,57	USD 5,31	9/1/2032	2,4375	3,57	USD 5,31
9/7/2032	2,4375	3,57	USD 5,23	9/7/2032	2,4375	3,57	USD 5,23
9/1/2033	2,4375	3,57	USD 5,14	9/1/2033	2,4375	3,57	USD 5,14
9/7/2033	2,4375	3,57	USD 5,05	9/7/2033	2,4375	3,57	USD 5,05
9/1/2034	2,4375	3,57	USD 4,96	9/1/2034	2,4375	3,57	USD 4,96
9/7/2034	2,4375	3,57	USD 4,88	9/7/2034	2,4375	3,57	USD 4,88
9/1/2035	2,4375	3,57	USD 4,79	9/1/2035	2,4375	3,57	USD 4,79
9/7/2035	2,4375	3,57	USD 4,70	9/7/2035	2,4375	3,57	USD 4,70
9/1/2036	2,4375	3,57	USD 4,62	9/1/2036	2,4375	3,57	USD 4,62
9/7/2036	2,4375	3,57	USD 4,53	9/7/2036	2,4375	3,57	USD 4,53
9/1/2037	2,4375	3,57	USD 4,44	9/1/2037	2,4375	3,57	USD 4,44
9/7/2037	2,4375	3,57	USD 4,35	9/7/2037	2,4375	3,57	USD 4,35
9/1/2038	2,4375	3,57	USD 4,27	9/1/2038	2,4375	3,57	USD 4,27
9/7/2038	2,4375	3,57	USD 4,18	9/7/2038	2,4375	3,57	USD 4,18
9/1/2039	2,4375	3,57	USD 4,09	9/1/2039	2,4375	3,57	USD 4,09
9/7/2039	2,4375	3,57	USD 4,01	9/7/2039	2,4375	3,57	USD 4,01
9/1/2040	2,4375	3,57	USD 3,92	9/1/2040	2,4375	3,57	USD 3,92
9/7/2040	2,4375	3,57	USD 3,83	9/7/2040	2,4375	3,57	USD 3,83
9/1/2041	2,4375	3,57	USD 3,75	9/1/2041	2,4375	3,57	USD 3,75
9/7/2041	2,4375	3,57	USD 3,66	9/7/2041	2,4375	3,57	USD 3,66

C/100 Nom. USD 150,24

C/100 Nom. USD 150,24

GD46			
Fecha	Cupón	Amortización	Flujo de Fondos
9/1/2023	0,7500		USD 0,75
9/7/2023	0,7500		USD 0,75
9/1/2024	1,8125		USD 1,81
9/7/2024	1,8125		USD 1,81
9/1/2025	2,0625	2,27	USD 4,34
9/7/2025	2,0625	2,27	USD 4,29
9/1/2026	2,0625	2,27	USD 4,24
9/7/2026	2,0625	2,27	USD 4,19
9/1/2027	2,0625	2,27	USD 4,15
9/7/2027	2,0625	2,27	USD 4,10
9/1/2028	2,1875	2,27	USD 4,16
9/7/2028	2,1875	2,27	USD 4,11
9/1/2029	2,5000	2,27	USD 4,32
9/7/2029	2,5000	2,27	USD 4,26
9/1/2030	2,5000	2,27	USD 4,20
9/7/2030	2,5000	2,27	USD 4,15
9/1/2031	2,5000	2,27	USD 4,09
9/7/2031	2,5000	2,27	USD 4,03
9/1/2032	2,5000	2,27	USD 3,98
9/7/2032	2,5000	2,27	USD 3,92
9/1/2033	2,5000	2,27	USD 3,86
9/7/2033	2,5000	2,27	USD 3,81
9/1/2034	2,5000	2,27	USD 3,75
9/7/2034	2,5000	2,27	USD 3,69
9/1/2035	2,5000	2,27	USD 3,64
9/7/2035	2,5000	2,27	USD 3,58
9/1/2036	2,5000	2,27	USD 3,52
9/7/2036	2,5000	2,27	USD 3,47
9/1/2037	2,5000	2,27	USD 3,41
9/7/2037	2,5000	2,27	USD 3,35
9/1/2038	2,5000	2,27	USD 3,30
9/7/2038	2,5000	2,27	USD 3,24
9/1/2039	2,5000	2,27	USD 3,18
9/7/2039	2,5000	2,27	USD 3,13
9/1/2040	2,5000	2,27	USD 3,07
9/7/2040	2,5000	2,27	USD 3,01
9/1/2041	2,5000	2,27	USD 2,95
9/7/2041	2,5000	2,27	USD 2,90
9/1/2042	2,5000	2,27	USD 2,84
9/7/2042	2,5000	2,27	USD 2,78
9/1/2043	2,5000	2,27	USD 2,73
9/7/2043	2,5000	2,27	USD 2,67
9/1/2044	2,5000	2,27	USD 2,61
9/7/2044	2,5000	2,27	USD 2,56
9/1/2045	2,5000	2,27	USD 2,50
9/7/2045	2,5000	2,27	USD 2,44
9/1/2046	2,5000	2,27	USD 2,39
9/7/2046	2,5000	2,27	USD 2,33

C/100 Nom.	USD 158,37
-------------------	-------------------

