



# Se extiende la corrección de la deuda en pesos

## Resumen y conclusiones

En la última semana se profundizó la corrección de la curva CER que vimos durante mayo, reavivando las preocupaciones de la dinámica de la deuda en pesos.

Cuando se ponen en perspectiva los rendimientos de la curva CER, vemos que venían de mínimos históricos que se encontraban incluso más de un desvío estándar por debajo del promedio de los últimos dos años. Y esto aún en un contexto donde la oferta de bonos registró un aumento muy significativo. Así, una corrección como la que vimos en el último mes debería sorprender por su timing, pero no tanto por su dirección, magnitud o velocidad.

Mirando hacia adelante, no podemos descartar que la corrección se extienda un poco más para reflejar el deterioro macro que anticipamos se profundizarán en el segundo semestre. Sin embargo, no vemos la posibilidad de un derrape inminente y severo de la curva como consecuencia de empezar a incorporar escenarios de reestructuración.

**José M. Echagüe**  
Estratega

**Tomas Ruiz**  
**Palacios**  
Estratega de Renta Fija

**Melina Costanzo**  
Analista

**Dan Gonen**  
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de  
Ocampo 3302  
WO Barrio Parque  
Bureaux Módulo IV  
3er Piso  
C1425DFE

## Se extiende la corrección de la deuda en pesos

La profundización del deterioro de la curva CER durante los primeros días de junio reavivó las preocupaciones sobre la dinámica de la deuda en pesos.

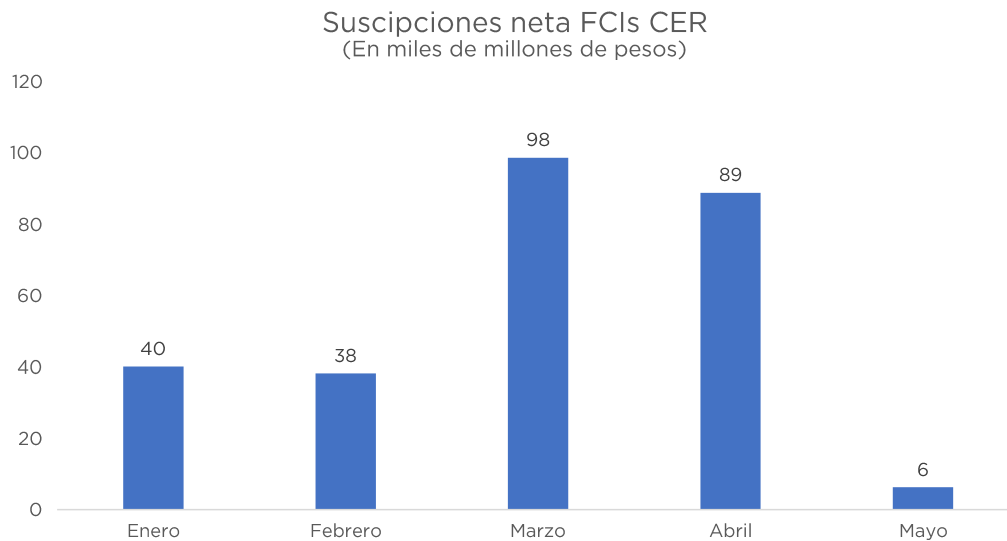
Si prestamos atención a los datos, vemos que el ajuste en realidad comenzó a fines de abril y se volvió particularmente evidente en mayo, como se advierte en el siguiente cuadro donde la mayoría de las referencias de mercado terminaron teniendo retornos por debajo del índice de inflación.

ARS	Junio	Mayo	Abril	Marzo	Febrero	Enero	YTD
Ledes	0.6%	3.4%	3.4%	4.1%	2.7%	3.5%	19.0%
Lecer	0.1%	1.3%	7.9%	5.8%	2.9%	4.9%	25.0%
Boncer	-2.0%	0.8%	4.8%	6.0%	2.0%	9.0%	21.9%
Dollar Linked	0.2%	-1.7%	10.0%	2.0%	0.1%	0.5%	11.2%
Badlar	0.3%	2.9%	2.4%	5.6%	3.1%	5.7%	21.6%
Dólar Oficial	0.3%	4.2%	3.9%	3.3%	2.3%	2.2%	17.2%
Dólar MEP (GD30)	-0.2%	0.7%	8.1%	-2.4%	-8.5%	8.3%	4.9%
Dólar CCL (GD30)	-0.5%	1.7%	8.8%	-5.1%	-10.1%	9.7%	3.1%

A la hora de interpretar estos resultados, hay varios factores para destacar que se resumen en alrededor de una idea: la baja que estamos viendo no se debe a factores técnicos de mercado. En particular, destacamos:

- La suba de tasas reales que vimos esta semana no parece estar ligada a una caída esperada en la tasa de inflación que pueda afectar el carry: para mayo, las estimaciones privadas prevén un piso de 5,5%, en tanto que junio no augura una mejora debido al aumento de los precios regulados;
- No hubo ningún ruido cambiario que debilite la rentabilidad extraordinaria en USD de la deuda en pesos;
- Los flujos hacia fondos comunes de inversión con CER siguen siendo positivos. En menor volumen, pero no hay salidas netas.
- En esta última semana no hubo licitaciones que puedan haber estado forzando ventas de parte de portfolio managers: la próxima será recién el martes 14 de junio, por lo que las fuertes caídas del jueves no pudieron estar ligadas;

## Se extiende la corrección de la deuda en pesos



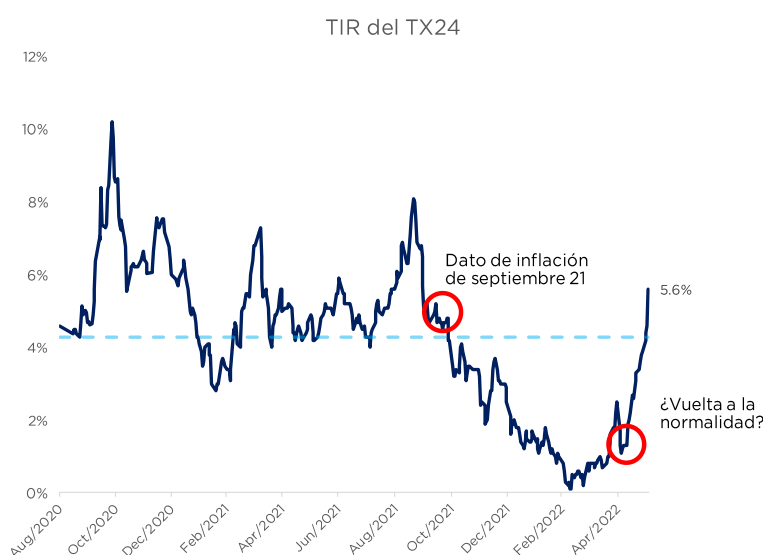
Fuente: Consultatio en base a CAFCI.

Descartando factores técnicos, la explicación parece más asociada a factores fundamentales. En nuestro reporte del “El Aleph de la deuda en pesos” (ver link) del 29 de abril, analizábamos los desafíos que enfrentaría el gobierno ante la renovación de la deuda doméstica. En nuestro diagnóstico, destacábamos que una suba de rendimientos era esperable, potenciada por la falta de avances que podía tener el esfuerzo de consolidación fiscal. Con el deterioro del último mes en prácticamente todos los frentes macro (ver abajo), el ajuste puede sorprender por el timing (que se manifestó antes de lo previsto), pero no por la dirección.

Por otra parte, vale la pena retroceder el tiempo al 14 de octubre del año pasado, día que marcó un antes y un después de la curva CER. En dicha jornada, se anunció un dato de inflación de septiembre de 3,5%, casi un punto porcentual por encima de lo que esperaba el REM del BCRA, representando la primera gran alerta sobre el tema.

## Se extiende la corrección de la deuda en pesos

Desde allí, el mundo pesos solo giró en torno a una temática: la necesidad de cubrirse de la inflación. Dicha dinámica llevó al mercado a olvidarse de las tasas reales y solo preocuparse por no quedar atrás en la carrera nominal. Dicho de otro modo: si una LEDE (letra a descuento) rendía una tasa nominal anual de 45%, invertir en una LECER (letra que ajusta por inflación) a un rendimiento real de -10% seguía teniendo sentido si la tasa nominal superaba al 45%. En el siguiente gráfico se plasma el cambio de visión:



Fuente: Consultatio elaboración propia en base a datos de ByMA.

Sin embargo, como alertamos en el informe del “Aleph de la deuda en pesos”, el deterioro fiscal iba a ser el gran obstáculo por enfrentar y así lo fue. En el otro extremo, tampoco creemos que estemos en las vísperas inmediatas de un evento de crédito (o reperfilamiento que, como detallamos también en ese mismo informe, el gobierno cuenta con herramientas para evitar), pero sí ante una muy probable “vuelta a la normalidad” de las tasas reales que refleje mejor el deterioro de las variables macro y los riesgos que ello conlleva.

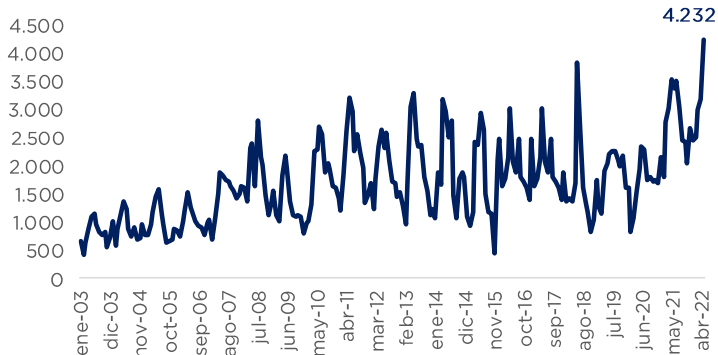
En resumen, si bien la dinámica de la deuda en pesos es un factor de preocupación importante, creemos que todavía es temprano para que sea el driver determinante de los rendimientos. Entendemos que el costo de oportunidad que tiene un nivel de inflación como el actual va a actuar como soporte para evitar un desplome de los precios de la curva de pesos en el corto plazo.

## Se extiende la corrección de la deuda en pesos

### La macro tarde o temprano se manifiesta

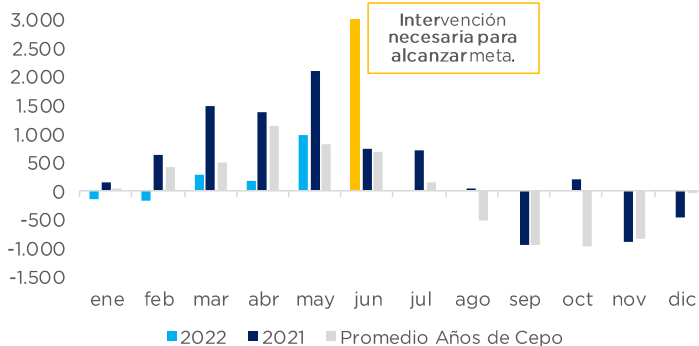
En el frente cambiario, la dinámica está mostrando un deterioro mucho mayor al previsto, fundamentalmente expresado en la evolución de las reservas. Si bien la liquidación del sector agropecuario alcanzó un récord histórico en mayo, los dólares no alcanzan. La explicación de la mala performance del BCRA en el MULC reside en que las importaciones vienen acelerándose a paso firme alcanzando los USD 21.869 M en el primer cuatrimestre (versus USD 16.445 M en el primero del 2022), mientras que el déficit de turismo volvió a superar los USD 500 M en abril registrando un máximo desde que volvió el cepo.

Liquidación de divisas del agro  
en millones de USD



Fuente: Consultatio en base a CIARA.

Intervención en el MULC del BCRA  
en millones de USD

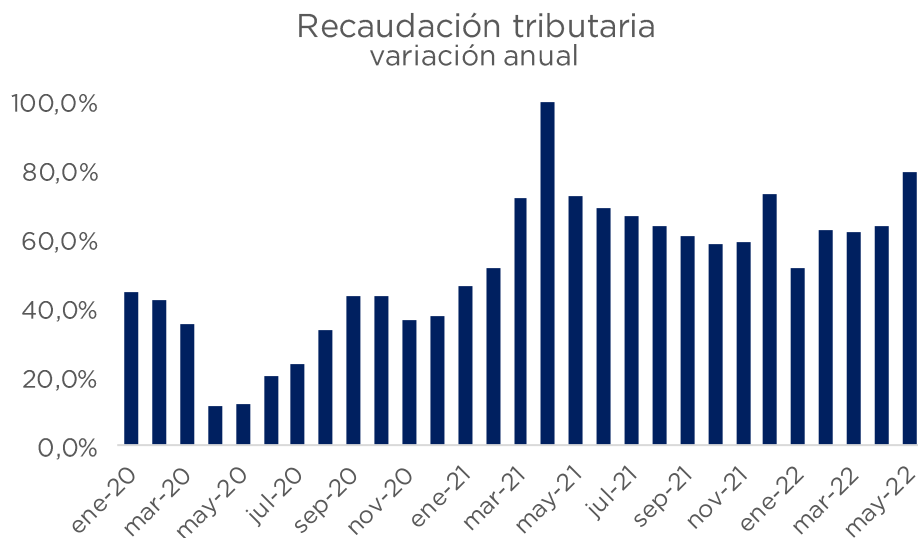


Fuente: Consultatio en base a BCRA.

A tan solo un mes de que termine el trimestre y la temporada alta de liquidación de divisas, el BCRA debería acumular USD 3.000 M para lograr alcanzar la meta acordada con el Fondo. La tarea parece casi imposible.

Los datos fiscales conocidos la última semana tampoco son alentadores. La recaudación tributaria de mayo trepó 79,9% en términos interanuales, destacándose especialmente el crecimiento de lo recaudado por el impuesto PAÍS (+330% interanual) que en definitiva refleja la contracara del déficit cambiario que le aporta turismo a la cuenta corriente.

## Se extiende la corrección de la deuda en pesos



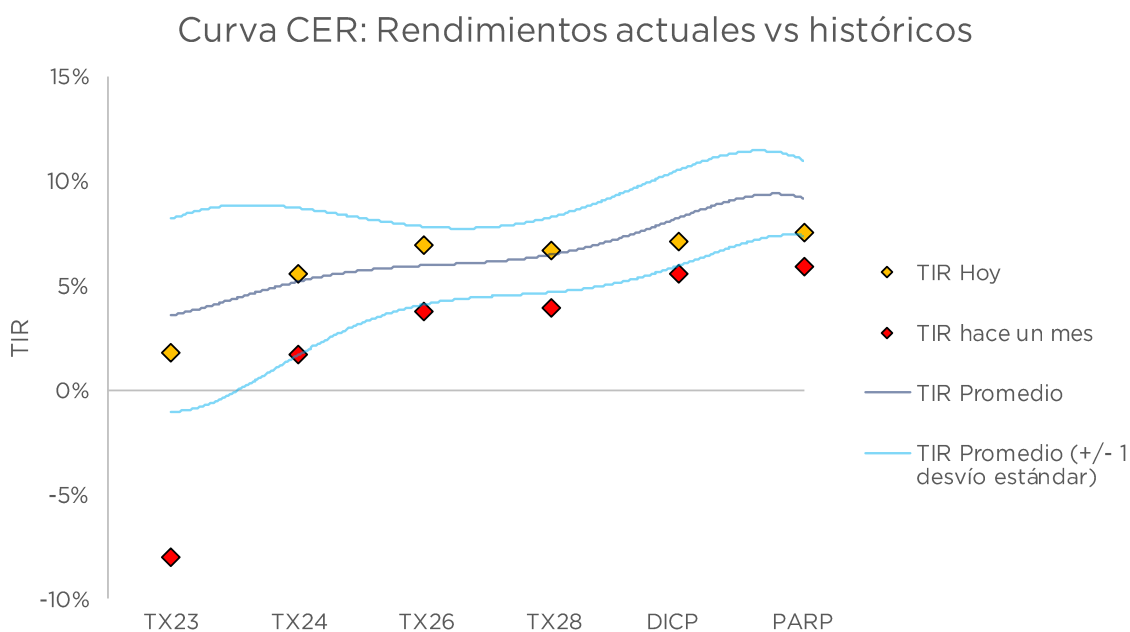
Fuente: Consultatio en base a MECON.

En lo que va del año la recaudación mantuvo una marcada tendencia alcista incluso en términos reales, aunque no pareciera ser algo de lo que el gobierno esté pudiendo sacar provecho: para ello el gasto debería más que ajustarse, pero todo indica que por ahora no es algo que esté en la agenda oficial. Hacia adelante esta tendencia podría exacerbar los desequilibrios fiscales (además de alejar a los resultados de la meta acordada con el FMI), algo que ya se está descontando en las variables financieras.

## Se extiende la corrección de la deuda en pesos

### Estrategia

Cuando se ponen en perspectiva los rendimientos de la curva CER, vemos que los rendimientos reales (TIR) de los bonos CER venían de mínimos históricos que se encontraban incluso más de un desvío estándar por debajo del promedio de los últimos dos años. Y esto aún en un contexto donde la oferta de bonos registró un aumento muy significativo. Así, una corrección como la que vimos en el último mes debería sorprender por su timing, pero no por su dirección, su magnitud o su velocidad.



Fuente: Consultatio elaboración propia en base a datos de ByMA.

En los valores actuales, vemos los rendimientos en niveles mucho más razonables, bastante en línea con el registro de sus promedios.

Mirando hacia adelante, es posible incluso que la corrección se extienda un poco más para reflejar el deterioro macro que anticipamos se profundizarán en el segundo semestre. Sin embargo, no vemos la posibilidad de un derrape inminente y severo de la curva como consecuencia de empezar a incorporar escenarios de reestructuración.

## Se extiende la corrección de la deuda en pesos

---

En términos de posicionamiento, creemos que las LECERES largas siguen teniendo la mejor relación riesgo/retorno, ya que no vemos bien remunerado el riesgo de extenderse más allá de las elecciones 2023 que ello incurre.

En el plano cambiario, la dinámica muestra un deterioro continuo pero que no necesariamente se traduce en un salto cambiario en el corto plazo del tipo de cambio oficial. Seguimos viendo al CCL como mejor mecanismo de cobertura por sobre los dollar linked.



**INSTITUCIONALES & PARTNERS**

**Ingrid Epp**  
iepp@consultatioinvestments.com

**INSTITUCIONALES**

**Martín Deluca**  
mdeluca@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN BANCA PRIVADA**

**Alejandro Gorostiaga**  
agorostiaga@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN MINORISTA**

**Adriana Caceres**  
asesores@consultatioinvestments.com

**ESTRATEGIA**

**José Echagüe**  
jechague@consultatioinvestments.com

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com

## Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.