



Liquidez o solvencia: explorando los determinantes de la caída de la deuda en pesos

Resumen y conclusiones

El derrape de los bonos en pesos se agravó sensiblemente esta semana, en dos jornadas donde el funcionamiento de mercado se vio casi paralizado como en los días más críticos de la reestructuración de la deuda en pesos de 2019-2020.

Si bien la primera tentación es atribuir ese comportamiento a las dudas crecientes sobre la dinámica de deuda que empezaron a sobrevolar en el mercado desde abril pasado, entendemos que hay una serie de factores técnicos que apuntan en otra dirección. Si esta interpretación es correcta, el tramo corto de la curva de Leceres representa hoy una oportunidad atractiva.

Poner el foco en el aspecto técnico de la corrección y sus consecuencias de corto plazo no invalida que haya temores legítimos y justificados sobre la dinámica de la deuda en el mediano plazo. Nuestra visión ahí no es que sean infundados, sino que resulta demasiado pronto para expresarlo de esta manera en precios, habida cuenta de la cantidad de herramientas con los que cuenta el gobierno para poder mitigar este problema en el corto plazo.

Los eventos de esta semana refuerzan nuestra visión sobre el tipo de cambio libre para el segundo semestre: tanto la intervención de organismos públicos en el mercado secundario de bonos de ayer y hoy, como muchas de las herramientas que tiene a disposición el gobierno para recomponer la curva de pesos son expansivas a nivel monetario y agregan presión al tipo de cambio libre (CCL).

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

Liquidez o solvencia: explorando los determinantes de la caída de la deuda en pesos

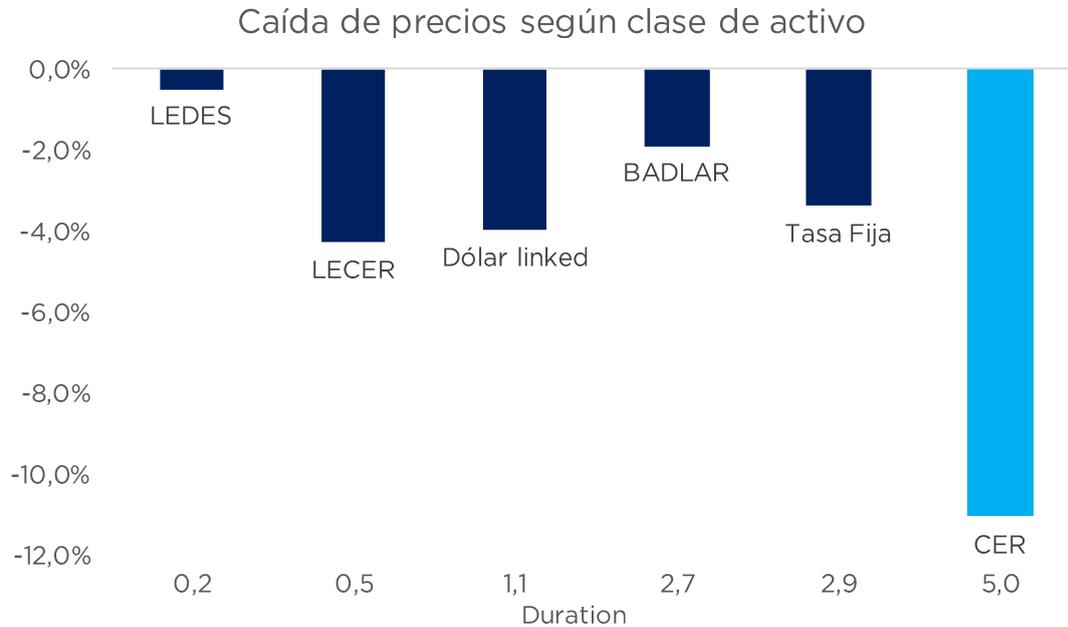
El derrape de los bonos en pesos se agravó sensiblemente esta semana, en dos jornadas donde el funcionamiento de mercado se vio casi paralizado como en los días más críticos de la reestructuración de la deuda en pesos de 2019-2020.

La primera tentación es atribuir este comportamiento a las dudas crecientes sobre la dinámica de deuda que empezaron a sobrevolar en el mercado desde abril pasado, cuando el gobierno no pudo renovar el total de vencimientos del mes. Sin embargo, un examen más detallado de la anatomía de la caída sugiere que es demasiado pronto para adoptar esa explicación.

Sin subestimar la importancia que tiene una dinámica de deuda que con esta trayectoria fiscal NO es estable en el mediano plazo, lo que parece estar sucediendo hoy en el mercado es algo distinto: el *trade* de la deuda ajustable por CER fue demasiado lejos, con una posición técnica que simplemente no es acorde al tamaño que el mercado local tiene para este tipo de instrumentos. Vemos al menos 5 factores que avalan esta interpretación:

1. Curvas: La corrección de mercado mostró un patrón muy diferenciado entre curvas, con la de bonos CER llevándose la peor parte, seguida por la de Leceres, quedando las Ledes bastante al margen (ver gráfico). Si el catalizador de las ventas fuese el temor a una reestructuración es difícil justificar una diferenciación tan marcada entre los distintos tipos de instrumentos (Ledes, Leceres y Bonceres);

Liquidez o solvencia: explorando los determinantes de la caída de la deuda en pesos

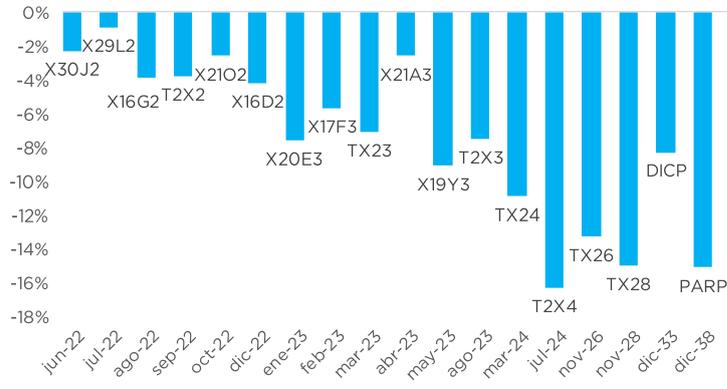


Fuente: Consultatio en base a BYMA.

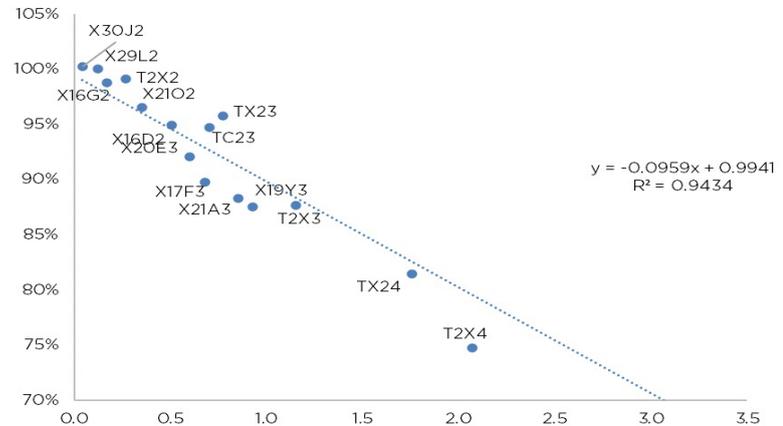
2. Moneda: Los bonos *dollar linked* tampoco fueron demasiado afectados en la corrección. Con la misma lógica, es difícil también excluir a estos bonos de un ejercicio de reestructuración que involucre a la deuda en pesos;
3. Duration: En un escenario de reestructuración, los instrumentos más castigados son los mas cortos, ya que el mercado empieza a ponderar mas la paridad que las tasas de rendimiento. Si bien fuimos testigos de una fuerte inversión en la curva de rendimientos, es llamativo si lo que se pondera es el riesgo de default, los instrumentos mas largos coticen con una paridad marcadamente menor que los de corto plazo, como sucede hoy;

Liquidez o solvencia: explorando los determinantes de la caída de la deuda en pesos

Caída de precios de la deuda CER según vencimiento



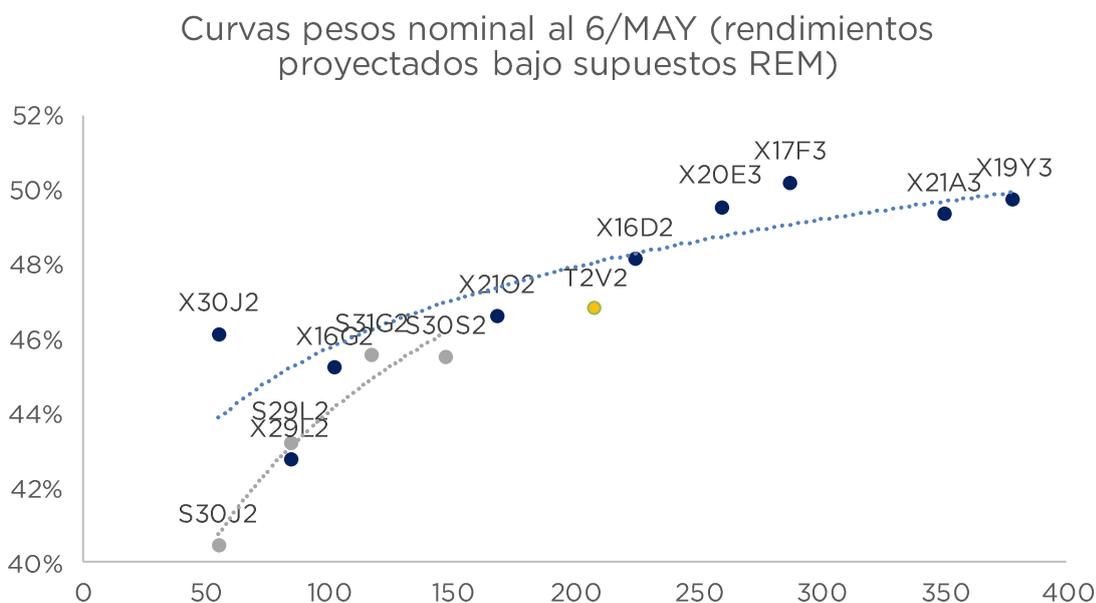
Curva CER: paridades



Fuente: Consultatio en base a BYMA.

4. Refugio: en un escenario de reestructuración de instrumentos en pesos, el destino natural de los rescates es el tipo de cambio libre (CCL), que desde el miércoles subió 5.5%, una magnitud que a pesar de ser relevante, se da en un contexto de monedas emergentes sufriendo el muy mal dato de inflación de Mayo de EEUU y es desproporcionadamente baja para reflejar el temor fundado de un default de la deuda en pesos.
5. Expectativas de inflación: el castigo diferencial de la curva de Leceres sobre la de Ledes no se debe a una caída en las expectativas de inflación. Si prestamos atención a estas curvas en el momento en que comienza la corrección (hace un mes), estas estaban arbitradas alrededor de las expectativas del REM, que en el último reporte incluso sufrieron un ajuste bastante marcado al alza (las Leceres deberían haber subido en precio en términos relativos, no bajado).

Liquidez o solvencia: explorando los determinantes de la caída de la deuda en pesos

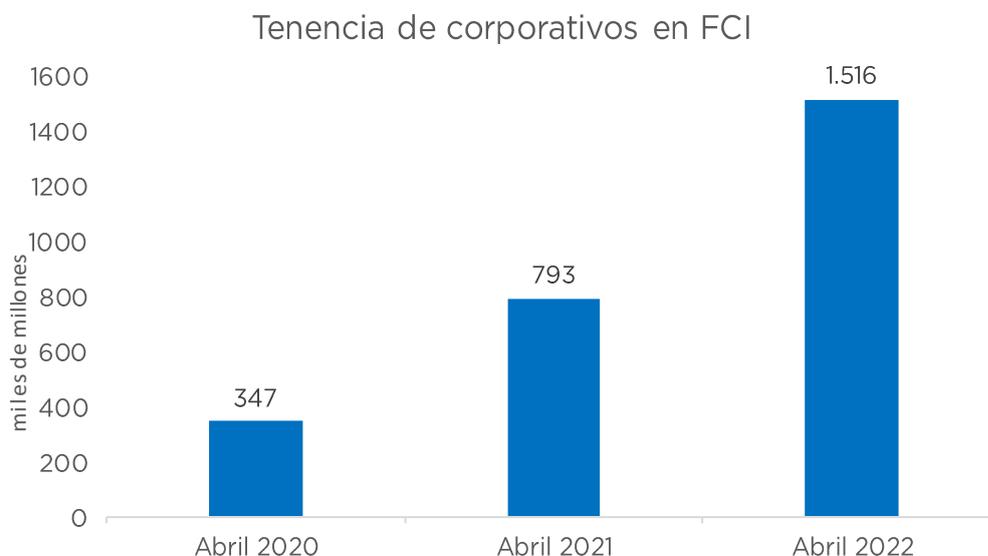


Fuente: Consultatio elaboración propia.

Si se admite esta interpretación se vuelve más relevante considerar que entre principios de año y hoy el patrimonio de los FCIs CER más que se duplicó, pasando de ARS 305,000 millones a 655,000 millones al martes pasado.

Los principales compradores de esta clase de fondos fueron compañías, que típicamente invertían sus saldos de liquidez en fondos de dinero o en fondos t+1, de riesgo más acotado. Pero que como resultado de i) la aceleración de la inflación de los primeros meses del año; ii) la estabilidad del tipo de cambio; iii) el desincentivo a los money market resultante de la política segmentada de suba de tasas que impulsó el BCRA durante este año y iv) el espectacular desempeño que tuvieron los fondos CER (t+2), se subieron a esta clase de activos asumiendo mas riesgo del que habitualmente están acostumbrados a tolerar.

Liquidez o solvencia: explorando los determinantes de la caída de la deuda en pesos



Fuente: Consultatio en base a CAFCI.

Creemos que lo que vimos esta semana es el comienzo de una limpieza en la posición técnica del a curva CER, que con la intervención del BCRA proveyendo liquidez desde ayer debería normalizarse algunos días. Si esta interpretación es correcta, los instrumentos del tramo corto de la curva de Leceres que en muy pocos días pasaron de rendimientos de dos dígitos negativo otros de dos dígitos positivos son una oportunidad atractiva. Con el funcionamiento de mercado mínimamente estabilizado y una inflación que va a seguir rondando el 5% mensual, creemos que este tipo de rendimientos van a resultar en un costo de oportunidad muy alto para no ser asumidos.

Poner el foco en el aspecto técnico de la corrección y sus consecuencias de corto plazo no invalida que haya temores legítimos y justificados sobre la dinámica de la deuda en el mediano plazo. Nuestra visión ahí no es que sean infundados, sino que resulta demasiado pronto para expresarlo de esta manera en precios, habida cuenta de la cantidad de herramientas con los que cuenta el gobierno para poder mitigar este problema en el corto plazo. Para más detalles, ver nuestro reporte El Aleph de la deuda en pesos ([link](#)).

Liquidez o solvencia: explorando los determinantes de la caída de la deuda en pesos

La capacidad de renovar vencimientos por parte del tesoro es otro factor que capta la atención del mercado. Hoy a última hora conoceremos los detalles de la licitación de la semana que viene, donde el gobierno prácticamente no tiene vencimientos (11,000 millones). La verdadera prueba de mercado sin embargo será a fin de mes, donde el gobierno debe renovar casi 600,000 millones de vencimientos.

Es claro que hacia adelante la capacidad de renovación del gobierno va a estar disminuida, y que el costo de la nueva deuda va a ser mayor que el que vimos hasta aquí, algo que ya habíamos veníamos anticipando en reportes anteriores.

Pero creemos que el gobierno cuenta todavía herramientas a mano para atenderla (fondeo intra sector público, emisión monetaria, prorrateo de Leliqs, colocaciones orientadas al sistema financiero, entre otras) que le dan algún tiempo para poder dar señales un poco mas conducentes sobre el verdadero estabilizador de la dinámica de la deuda: un anuncio creíble de consolidación fiscal.

Visto desde hoy, esa posibilidad luce remota y en ese caso si anticipamos una tensión creciente en la deuda en pesos. Pero también hay que recordar que el gobierno ha reaccionado previamente a la disciplina de mercado: en noviembre de 2020, todavía en plena pandemia, la disparada del tipo de cambio que siguió al desconocimiento de los compromisos asumidos en la reestructuración de deuda con privados llevó al gobierno a encarar un ajuste fiscal silencioso de casi 4 puntos del PBI en menos de 7 meses. La gran pregunta aquí es si esta vez el gobierno esperará a tener esa presión encima para reaccionar o pensará estratégicamente en tratar de llegar de una manera mas holgada a 2023, año electoral.

Los eventos de esta semana refuerzan nuestra visión sobre el tipo de cambio libre para el segundo semestre: el conjunto de problemas técnicos y fundamentales que hoy expresa a la deuda en moneda local convergen a que en el segundo semestre habrá una mayor oferta de pesos en circulación, agregándole presión al tipo de cambio libre (CCL).

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 descritos, 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.