



La FED opina sobre la dinámica de deuda argentina

Resumen y conclusiones

La decisión de la FED de esta semana de mantener la tasa de interés sin cambios ya era anticipada por el mercado, pero la gran novedad fue la señalización de que habrá una nueva suba este año y a su vez menores recortes en 2024 de los que se descontaba.

El principal fundamento de la decisión es la inesperada fortaleza de la economía norteamericana. Si la recesión efectivamente se evita, las tasas de interés futuras se mantendrán más altas por más tiempo y la curva de bonos del Tesoro norteamericano (hoy invertida) podría normalizarse en un nivel más alto.

Las consecuencias para Argentina no son inmediatas, pero si son claras y relevantes: en 2025, cuando el próximo gobierno se debata si reestructura o no los compromisos, las tasas internacionales serán más elevadas, volviendo más caro cualquier ejercicio de reestructuración y/o un eventual default. En la misma línea, si se quiere evitar el default, se vuelve más acelerada la necesidad de ajuste fiscal. La caída de precios de mercado de la deuda de esta semana desafía esta visión, y en poco tiempo sabremos si dicen o no la verdad.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

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

La FED opina sobre la dinámica de deuda argentina

Cierra una semana de novedades importantes en el plano internacional. Esta semana tuvimos reuniones de unos seis grandes bancos centrales del mundo, pero la reunión de la FED del miércoles se llevó todas las miradas. La decisión a la que arribó el Board ya era anticipada por el mercado: la tasa de los Fed Funds se mantuvo sin cambios en el rango de 5.25-5.5%. La gran novedad fue la señalización de que habrá una nueva suba este año y a su vez menores recortes en 2024 de los que descontaba el mercado.

El fundamento de la decisión es la inesperada fortaleza en la principal economía mundial. Poco menos de un año atrás, el mercado -y la propia FED- esperaba que a esta altura la economía estadounidense hubiera entrado en recesión. Todos los indicadores que en el pasado resultaron efectivos para predecirla, al menos hasta hoy parecen estar fallando. De hecho, a tan sólo tres meses de la última reunión, la FED ajustó al alza en más de 1 punto porcentual la proyección de crecimiento del PBI para este año y en 0.4 p.p. la de 2024, a la vez que redujo la proyección de desempleo frente a un mercado laboral que se mantiene mucho más firme de lo esperado. La recesión tan temida brilla por su ausencia y, además, tal vez ni siquiera se materialice.

Proyecciones actualizadas para EEUU

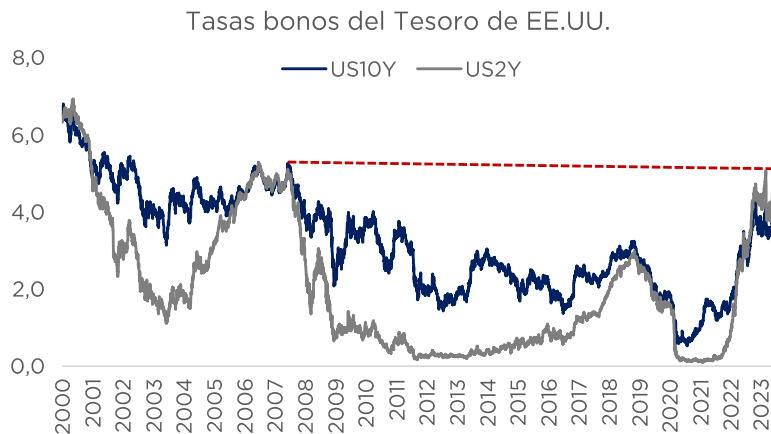
	Reunión jun-23	Reunión sep-23	Diferencia
PBI 2023	1.0%	2.1%	1.1%
PBI 2024	1.1%	1.5%	0.4%
Desempleo 2023	4.1%	3.8%	-0.3%
Desempleo 2024	4.5%	4.1%	-0.4%
Inflación PCE	3.2%	3.3%	0.1%
Inflación núcleo PCE	3.9%	3.7%	-0.2%

Fuente: Consultatio Financial Services en base a FED

La reacción del mercado no se hizo esperar. El índice S&P anotó una caída de 0.9% ese mismo día, afectando particularmente aquellos sectores más sensibles a los movimientos de la tasa de interés, como innovación y tecnológicas, y la merma del Nasdaq alcanzó el 1.5%.

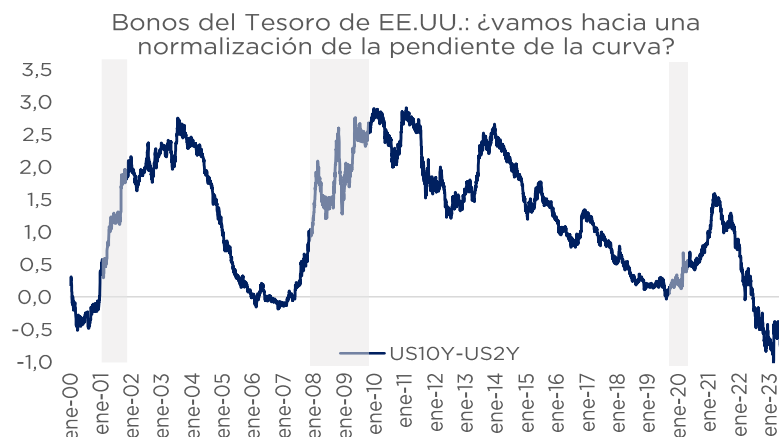
La FED opina sobre la dinámica de deuda argentina

Los bonos también sufrieron, y las tasas de los Treasuries alcanzaron nuevos máximos de los últimos 16 años: ayer la tasa de los UST a 2 años tocó el 5.14%, mientras que la de los bonos a 10 saltó a 4.49%, marcando una suba de 62 puntos básicos en lo que va del año.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.

Esta reacción deja en evidencia que el mercado descuenta que la FED sigue decidida a ir hacia un entorno de baja inflación. Esta vez, la diferencia está en que los funcionarios del COPOM esperan un mayor crecimiento de la economía - o al menos, mayor al esperado inicialmente - con un mercado laboral más sólido. Si la recesión efectivamente se evita, las tasas de interés futuras se mantendrán más altas por más tiempo y la curva de bonos del Tesoro norteamericano (hoy invertida) podría normalizarse (pendiente nula o positiva) en un nivel más alto. De hecho, en los últimos cuatro meses la curva de Treasuries comenzó a revertir progresivamente su inversión.



(*) El sombreado gris marca las recesiones de la economía norteamericana.
Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.

La FED opina sobre la dinámica de deuda argentina

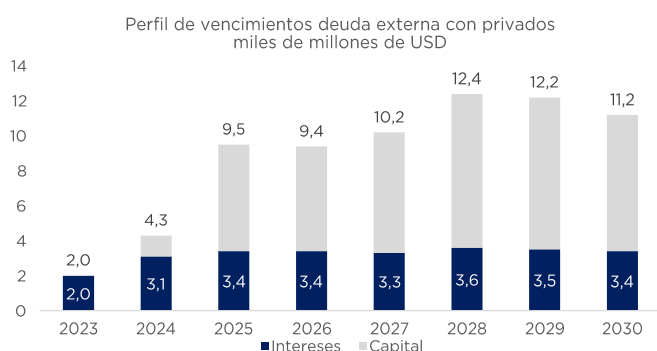
Algunos precios ya reflejan la visión de tasas más altas por más tiempo (“higher for longer”). Particularmente, la deuda corporativa high yield en los últimos meses se mantuvo en niveles mínimos de spread sobre los bonos del Tesoro de EE.UU.. En términos absolutos, viene ubicándose en niveles de rendimiento cercanos a 8.5% promedio (luego de haber estado en niveles de 8.7% en su peor momento del mes pasado) descontando casi plenamente que no habrá ningún tipo de recesión en EE.UU..

En resumen, lo que tendremos en el curso de los próximos meses es un escenario de tasas de interés internacionales más altas, y con tasas de largo que muy posiblemente sean las que más reaccionen, como efecto de la normalización de la curva. Las consecuencias para Argentina no son inmediatas, pero si son claras. En 2025 el perfil de vencimientos de la deuda soberana en dólares se tornará más desafiante, y el gobierno se enfrentará al debate respecto a una nueva reestructuración de la misma. En este contexto, si las tasas cortas se mantienen en 2024 en el orden del 4-5% y la normalización de la curva del Tesoro norteamericano se ratifica en simultáneo, llegaremos a tasas largas en el orden del 6%.

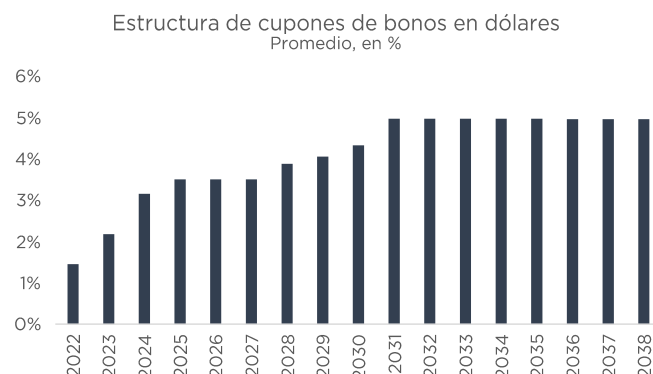
El timing para ensayar reestructuraciones de pasivos -amigables o no amigables- sería muy desafiante, porque el impacto sobre el valor presente de cualquier oferta que tenga como principio estirar vencimientos es negativo. Esto vuelve más caro el eventual default y más acelerada la necesidad de ajuste fiscal.

Este es un escenario muy distinto al que prevaleció en sep-20, cuando se reestructuró la deuda por última vez. En ese momento se postergaron pagos hasta 2025, se pagaron bajos cupones mientras tanto, y se estiraron vencimientos. Con la inflación internacional en récords de 40 años, hasta aquí todo el ajuste lo pagó el tenedor de bonos. Plantear una nueva reestructuración justo en el momento en que tienen que empezar a cobrar, luego de haber pagado todos los costos de pérdida de valor presente y de tasas de interés reales negativas en los últimos 3 años, volvería cualquier nueva reestructuración mucho más difícil de aceptar.

La FED opina sobre la dinámica de deuda argentina



Fuente: Consultatio en base a datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso.

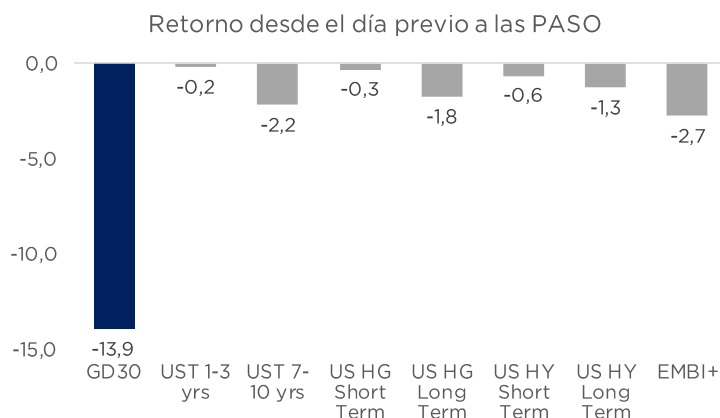


Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon

Si además tenemos en cuenta que el stock de deuda es bajo, los beneficios de cualquier reestructuración serían escasos. El stock de bonos en dólares valuado a precios de mercado alcanza apenas el 5.4% del PBI, y está en gran medida en manos del sector público.

	Monto en circulación (MM)	Ratio de deuda / PBI en valor nominal	Ratio de deuda / PBI en VPN
AL29	2.195	0,4%	0,1%
AL30	13.581	2,3%	0,6%
AL35	19.072	3,3%	0,9%
AE38	7.219	1,2%	0,4%
AL41	1.513	0,3%	0,1%
GD29	2.635	0,5%	0,1%
GD30	16.091	2,8%	0,9%
GD35	20.502	3,5%	1,0%
GD38	11.405	2,0%	0,6%
GD41	10.482	1,8%	0,5%
GD46	2.092	0,4%	0,1%
Total	106.787	18,4%	5,4%

Fuente: Consultatio Financial Services en base a MECON y precios de mercado.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.

Tras las PASO, los globales se desacoplaron completamente de sus pares emergentes con caídas de hasta 14%, volviendo a operar en paridades cercanas al 30%. Los catalizadores detrás de esta performance son claramente idiosincráticos, con la incertidumbre política de cara a las elecciones presidenciales sumándose a otra gran dosis de incertidumbre económica. A diferencia de lo que sucede con la deuda en pesos donde los bonos cotizan prácticamente a valor par (o por encima), los precios de la deuda en USD hoy descuentan una chance muy alta de reestructuración. En poco tiempo sabremos si el mercado cambia de opinión, o si estos precios decían la verdad.

INSTITUCIONALES & PARTNERS
Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Hernan Rodríguez
hrodriguez@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.