



# IEA

Instituto de  
Economía Aplicada



## INFORME MACROECONÓMICO Y FINANCIERO

Informe mensual | junio 2024



UNIVERSIDAD  
DEL ESTE  
LA PLATA

## ÍNDICE

Introducción .....	3
La recuperación de Milei.....	4
¿Cómo se recuperará la economía de Milei? .....	4
Especial Bonos Soberanos <i>Hard Dollar</i> .....	7
Situación actual .....	7
¿Y si todo sale bien? Escenario de <i>rollover</i> .....	9
No sale tan bien .....	9
¿Puede salir muy mal?.....	11
Ponderación de escenarios.....	12

# Introducción

---

La coyuntura económica del último mes y medio estuvo atravesada por una alta volatilidad de los tipos de cambio financieros, que sembró dudas respecto a la viabilidad del plan de desinflación del gobierno.

Sin embargo, cuando todo comenzaba a tornarse más complejo para los mercados, una serie de noticias auspiciosas parecieron despejar el camino nebuloso en el que se encontraba el gobierno.

La renovación del swap con China, la revisión favorable del FMI, la aprobación de la ley bases en el Senado, el mantenimiento del superávit financiero y un número muy favorable a la baja de la inflación en mayo fueron los elementos que despertaron un nuevo optimismo en el oficialismo.

Ahora bien, creemos que más allá de la volatilidad, el contexto actual también invita a tomar algo de perspectiva y comenzar a pensar cómo será la reconfiguración macroeconómica de los próximos meses, pasado el primer semestre de gobierno. Si bien hay muchas discusiones de mediano plazo relevantes, en el contexto actual detectamos dos grandes temas que pensamos signarán la discusión macro y financiera en el resto del año y durante 2025, las cuales abordaremos en este informe.

En primer lugar, el principal debate (desde hace por lo menos tres meses) es cuando y como se recuperará la economía. En este aspecto, nos propusimos abordar esto desde una perspectiva histórica, tomando los casos de las recesiones de la economía nacional más relevantes luego de la gran crisis de 2001, para examinar cuales fueron los drivers que permitieron salir de dicha situación y si el gobierno y la economía están en condiciones de incentivar y/o aprovechar estos motores.

Por otra parte, existe un gran interrogante sobre qué pasará con los bonos argentinos en el mediano plazo y que estrategia tendrá el gobierno para lograr un repago de los vencimientos próximos. Esto resulta crítico para un gobierno que tiene por delante desafíos como levantar el cepo y lograr un amplio *rollover* de una cuantiosa deuda en dólares en distintos formatos (bonos, FMI, bopreales, etc.). En este caso, consideraremos distintas hipótesis para la deuda con los bonistas y discutimos sobre las perspectivas de precios de los títulos públicos atentos a distintos escenarios.

## La recuperación de Milei

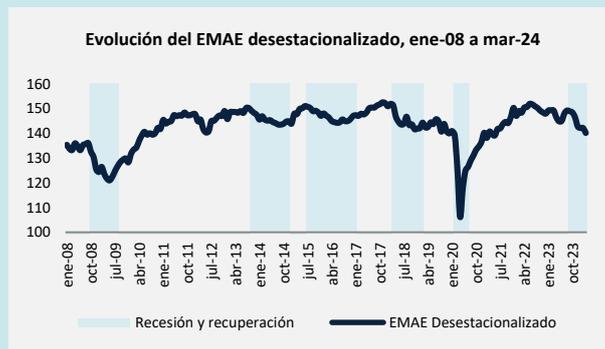
### ¿Cómo se recuperará la economía de Milei?

El primer semestre del gobierno de Milei ha estado signado por una profunda recesión económica y por la discusión sobre cuándo sería el piso de la misma y el estilo de la recuperación (forma de “V”, forma de “U”, etc.).

Creemos que la discusión sobre el piso de la recesión en definitiva se saldrá en algún momento (todas las variables económicas en algún momento hacen un piso) y que lo relevante pasa por entender qué factores pueden ayudar o no a que la recuperación sea sostenida y duradera. Es decir, no sólo pensar en el rebote estadístico, sino entender cuáles son los posibles drivers en la nueva configuración macroeconómica, si es que los hay, y que podemos esperar de ellos. Con este objetivo, en este informe nos enfocamos en analizar las recesiones más recientes, tratando de identificar cuáles fueron los drivers o motores de la recuperación en cada caso. El objetivo es obtener conclusiones sobre cuáles podrían ser los motores de la recuperación de la recesión actual.

En cada caso, analizamos desde el primer mes de caída de la actividad hasta que se sucedieron tres meses seguidos de crecimiento (utilizando el EMAE desestacionalizado). De esta manera analizamos el período octubre 2008 - agosto 2009 (crisis internacional *subprime*), octubre 2013-diciembre 2014 (devaluación con cepo), julio 2015 – enero 2017 (salida del cepo), marzo 2018 – febrero 2019 (crisis y devaluaciones sin cepo) y febrero 2020 – julio 2020 (pandemia). Como vemos, en esta muestra tenemos dos crisis internacionales y tres crisis centradas en episodios de devaluación con distintos bemoles. Nuestro criterio para considerar a una variable como driver de una recuperación es si la variable alcanzó mínimos antes que el EMAE.

Primero analizamos el rol del crédito a privados, vemos un claro rol como driver de la recuperación en 2016 (tocó mínimos 6 meses antes que la actividad) y más tímidamente en 2020 (tocó mínimos un mes antes, en una recesión muy corta y una recuperación con clara forma en “V”).



Seguidamente, consideramos a la inversión extranjera directa (IED), que en este caso aparece como driver en las dos experiencias con libre movilidad de capitales (2016 y 2018) mostrando un fuerte crecimiento en ambos casos cuando la economía aún estaba en fase recesiva.

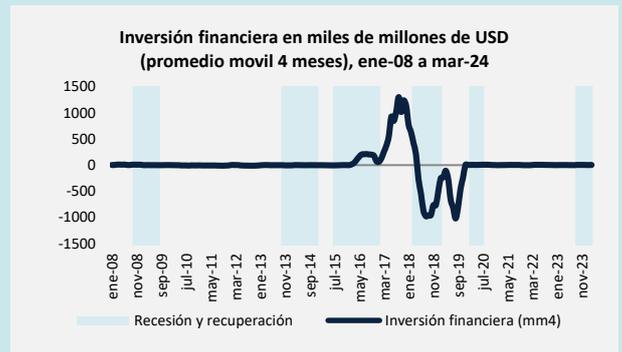
En tercer lugar, observamos los términos del intercambio. Estos parecen haber empujado la recuperación de la actividad en la crisis sub-prime, así como también en 2016 y en la pandemia. No obstante, en la recesión de 2016 hay que considerar que la mejora de los términos del intercambio no ocurrió tanto por precios elevados de las exportaciones de nuestro país, sino más bien debido a valores bajos de las importaciones.

Un cuarto driver es el salario real, determinante clave del consumo interno. La mejora de ingresos tuvo un claro rol en la salida de 2009. Luego, y si bien muestran un comportamiento de caída de largo plazo desde el año 2013 en adelante, presentan recuperaciones parciales tanto en la devaluación del 2014, como del 2016, funcionando como drivers en ambos casos, para luego volver a retomar la tendencia decreciente.

También consideramos la inversión financiera (IF), asociada e ingresos de capital especulativo y de corto plazo. Esta variable suele inflar artificial y rápidamente la economía, aunque es difícil de administrar y suele traer complicaciones cuando los flujos de capital revierten. Observamos que tiene una clarísima presencia únicamente en la recuperación del 2016, dado que prácticamente durante el resto del período analizado el mercado de divisas estuvo fuertemente regulado.

Finalmente, observamos el gasto público, el cual es el driver principal para explicar 4 de las 5 recuperaciones analizadas en estas líneas. Solo en la recesión del 2018/19 no tiene un carácter explicativo, debido a que incluso luego de superada la misma, el gasto público del gobierno nacional continuaría cayendo.

En síntesis, podemos concluir que los términos del intercambio, el salario y, principalmente, el gasto público fueron aquellos drivers más comunes en la recuperación. El caso del crédito aparece en dos episodios donde la recesión se acompañó por un



proceso de desinflación (que no se consolidó), mientras que la IED y la IF se vincularon a la libre movilidad de capitales.

Con los datos que tenemos actualmente, pareciera que en un contexto donde los controles cambiarios se han mantenido prácticamente inalterados y el gasto público se encuentra en franca caída, los drivers posibles son el crédito y el salario, que pueden verse favorecidos en el corto plazo por el proceso desinflacionario, pero en caso de que el mismo no lograra consolidarse, probablemente no permitirán un crecimiento de mediano y largo plazo.

Si se lograra, por su parte, una salida ordenada del actual régimen cambiario, el gobierno podría apostar a la IED y la inversión financiera como drivers adicionales, aunque como muestra la experiencia 2016-2018 esto puede incubar una recesión más profunda en un futuro no lejano.

En síntesis, el gobierno carece en la actualidad de buena parte de los elementos que en pasadas ocasiones contribuyeron a una recuperación económica. En el caso del gasto público, el principal driver, es conocida la intención del oficialismo de mantener la regla fiscal sin alteraciones, los términos de intercambio tendrían un rol neutro en este caso dado que no se observan grandes oscilaciones en el periodo y en todo caso es la variable más exógena de las analizadas, el salario solo podría recuperarse siempre y cuando la inflación tienda a la baja, algo que parece poco probable si se decide salir del cepo (condición necesaria, aunque no suficiente para activar los drivers de IED e inversión financiera). En definitiva, solo la recuperación del crédito es en este momento la herramienta que podría contribuir de forma sostenida a la salida de la recesión.

Ahora bien, solo la crisis de 2018/19 tuvo un solo driver, la inversión extranjera directa y a esto hay que añadirle que la recuperación no fue duradera ni sólida, ni pujante, volviendo además a un esquema de cepo cambiario. En definitiva, no existe claridad respecto a la potencia ni a los causales de la recuperación más allá del hecho de que en economía, todo lo que baja en algún momento tiene que subir.

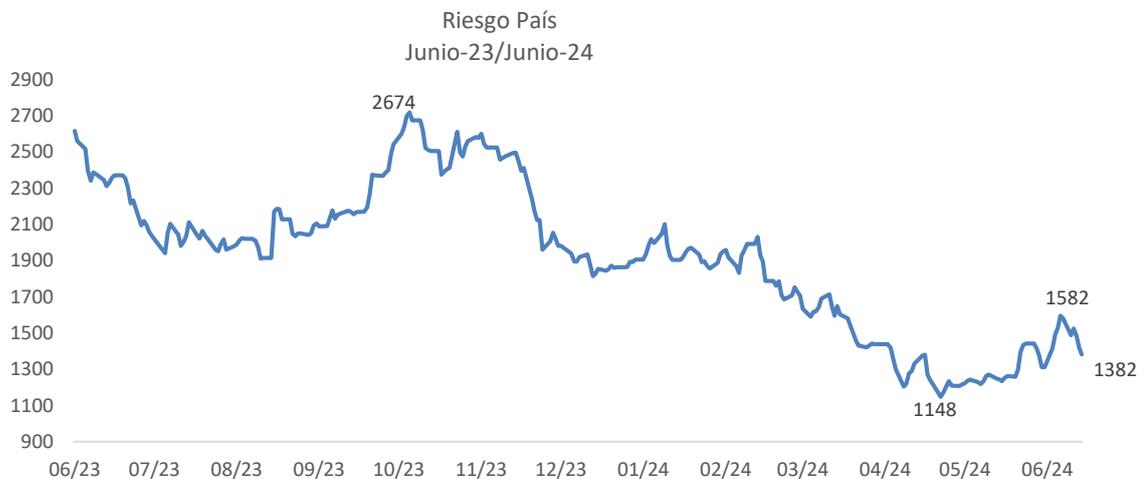
#### Anexo I – Cuadro de los drivers de la recuperación de cada recesión analizada

Drivers de la recuperación	Recesiones analizadas				
	2008/2009	2013/2014	2015/2017	2018/2019	2020
Crédito	NO	NO	SI	NO	SI
IED	NO	NO	SI	SI	NO
Inversión financiera	NO	NO	SI	NO	NO
Salarios	SI	SI	SI	NO	NO
Términos de intercambio	SI	NO	SI	NO	SI
Gasto público	SI	SI	SI	NO	SI

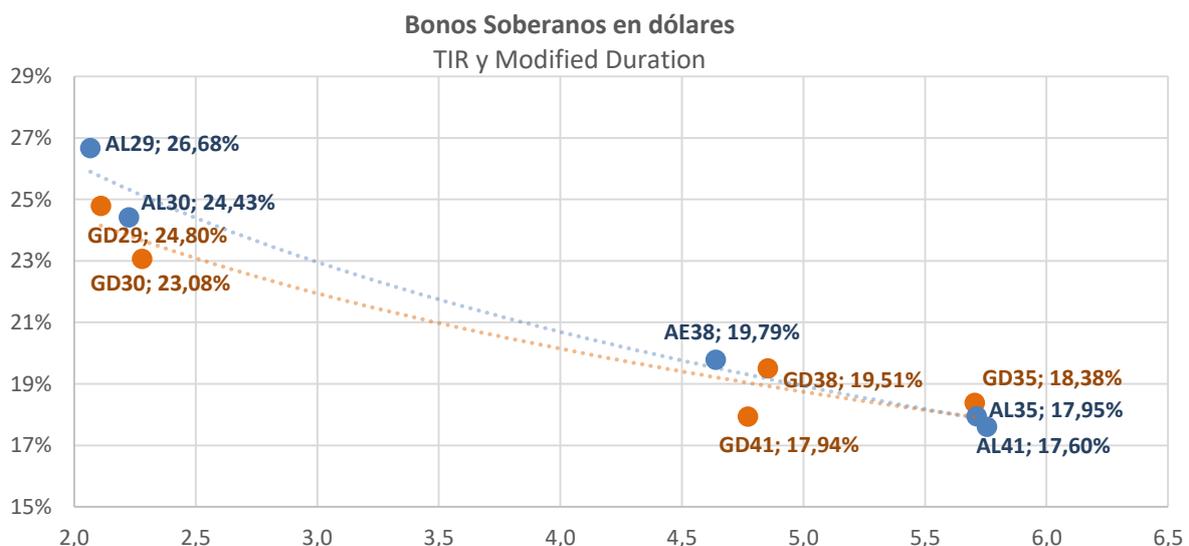
# Especial Bonos Soberanos *Hard Dollar*

## Situación actual

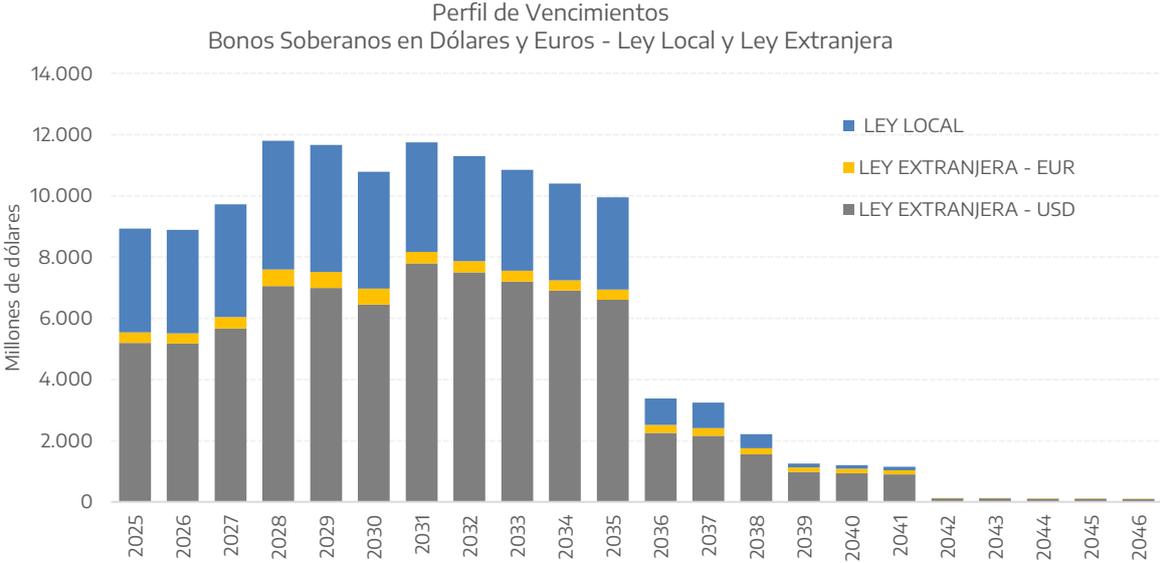
En las últimas semanas los bonos soberanos han experimentado una fuerte volatilidad. El riesgo país, luego de haber llegado a mínimos de 1148 puntos a fines de abril, rebotó a los 1582 puntos a principios de junio, y hoy se ubica en 1382 puntos producto de dos buenas noticias la semana pasada: la renovación del Swap con China y la aprobación de la Ley Bases en el Senado. Una pregunta recurrente en el mercado es si existe valor en estos bonos por encima de los máximos que ya evidenciaron, y cuanto podrían cotizar en un buen escenario o en un escenario de reestructuración amigable. Trataremos de echar luz sobre este interrogante en la presente sección.



Los bonos más cortos son los que tienen mayor rendimiento (entre 23% y 27% de TIR), por la proximidad de sus vencimientos respecto a la situación de incertidumbre actual, donde es difícil saber si se podrán afrontar los pagos o se abrirá el mercado para para refinanciar parte de los vencimientos. Los más largos rinden entre 17% y 20% dependiendo el tramo de la curva y la legislación.



Los altos rendimientos obedecen a los fuertes vencimientos en moneda extranjera con los que se enfrenta el estado argentino en los próximos años: cerca de 9.000 millones de dólares por año entre 2025 y 2027, y arriba de 10.000 millones en los 8 años subsiguientes, sólo de bonos soberanos del tesoro. A esto se le suma la devolución de un tramo del Swap con China (5.000 millones de USD en cuotas iguales entre julio 2025 y junio 2026), la deuda del BCRA por Bopreales (10.000 millones de USD entre junio 2024 y noviembre 2027) y los USD 44.500 millones del endeudamiento con el FMI (más los intereses), cuyo perfil dependerá de un nuevo programa que se estaría discutiendo con el gobierno nacional según versiones trascendidas.



En cuanto a la *duration* de los bonos, en el supuesto de pago normal, podemos ver que a los precios actuales se recupera el 100% del monto invertido en 3 años para los títulos que vencen en 2029 y 2030, mientras que para los de *duration* intermedia se tarda 5 años (GD46, GD38 y AE38) y para los de *duration* más larga el recupero sería en 6 años (vencimientos 2035 y 2041).

**Porcentaje de recupero por pagos de cupón y capital a precios actuales**

Hasta llegar a ~100%

	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46	AL29	AL30	AL35	AE38	AL41
9/7/2024	0%	2%	1%	1%	1%	1%	0%	2%	1%	1%	1%
9/1/2025	19%	22%	9%	10%	8%	13%	20%	23%	9%	11%	8%
9/7/2025	37%	37%	13%	15%	13%	23%	38%	38%	15%	16%	12%
9/1/2026	55%	52%	18%	20%	17%	32%	57%	53%	20%	22%	16%
9/7/2026	72%	66%	23%	25%	21%	41%	75%	68%	25%	28%	19%
9/1/2027	90%	80%	27%	31%	25%	50%	93%	83%	30%	33%	23%
<b>9/7/2027</b>	<b>108%</b>	<b>95%</b>	32%	45%	29%	59%	<b>111%</b>	<b>98%</b>	35%	49%	27%
9/1/2028			37%	60%	42%	68%		40%	65%	39%	
9/7/2028			43%	74%	55%	77%		46%	80%	51%	
9/1/2029			48%	88%	67%	87%		52%	96%	62%	
<b>9/7/2029</b>			54%	<b>102%</b>	80%	<b>96%</b>		58%	<b>111%</b>	74%	
9/1/2030			60%		93%			65%		86%	
9/7/2030			65%		<b>107%</b>			71%		<b>99%</b>	
<b>9/1/2031</b>			<b>94%</b>					<b>101%</b>			

## ¿Y si todo sale bien? Escenario de *rollover*

Creemos que con los bonos rindiendo 12%, que equivaldría a un riesgo país cercano a 750 puntos básicos, el gobierno puede encarar un canje o salida al mercado internacional para aliviar parcialmente el pago de los vencimientos a partir de 2025, ya habiendo anunciado que el pago de Julio 2024 (2.311 millones de USD entre interés y capital) se realizará, con la novedad de que los dólares para pagar serán comprados al BCRA con excedente de pesos del tesoro, y no se colocará una nueva letra intransferible a la autoridad monetaria.

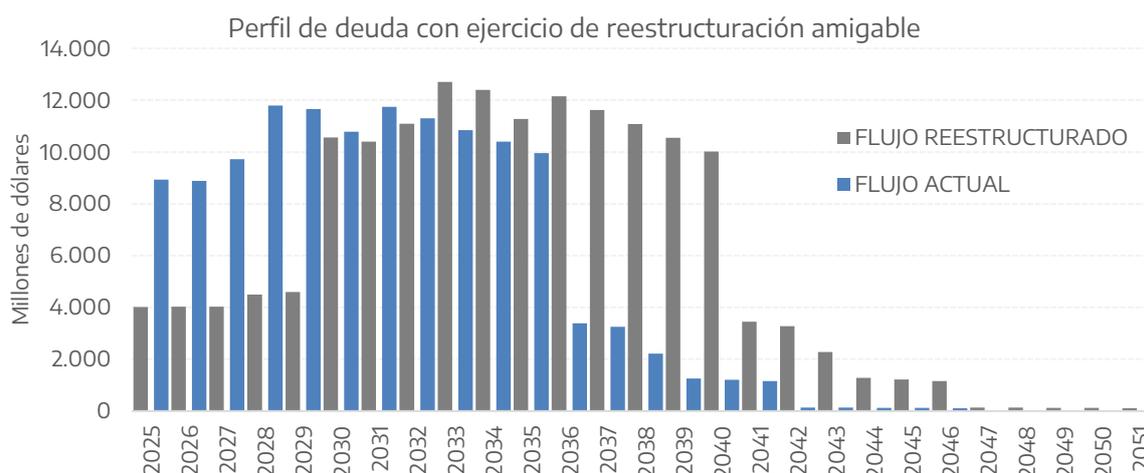
Upside de los bonos a precios actuales vs rendimientos del 10% y del 12%					
Ticker	Precio (USD) OTC	Precio USD TIR 10%	Variación	Precio USD TIR 12%	Variación
AL29D	56.72	79.85	40.78%	76.21	34.4%
AL30D	56.05	77.63	38.50%	73.70	31.5%
AL35D	45.48	71.49	57.18%	63.62	39.9%
AE38D	47.48	76.03	60.12%	68.40	44.1%
AL41D	42.31	66.15	56.34%	58.20	37.5%
GD29D	58.71	80.00	36.26%	76.20	29.8%
GD30D	57.59	77.68	34.88%	73.70	28.0%
GD35D	44.47	71.12	59.93%	63.30	42.3%
GD38D	48.06	76.07	58.27%	68.40	42.3%
GD41D	41.58	65.88	58.46%	58.22	40.0%
GD46D	45.75	69.66	52.27%	62.00	35.5%

En este escenario los bonos más cortos tendrían un *upside* cercano al 30% y los bonos largos un 40% en promedio. Entendemos que las señales para llegar a tales niveles tendrán que venir por el sendero de acumulación de reservas, la situación de las restricciones cambiarias y la fortaleza política del gobierno.

## No sale tan bien

Si los mercados no se abren y los rendimientos se mantienen en estos niveles, o superiores, se podría pensar en una reestructuración que despeje el perfil de deuda para aliviar el sendero de pagos en los próximos años, en la búsqueda de fortalecer la acumulación de reservas a través de un ordenamiento más consolidado de la economía, y el mayor desarrollo de sectores clave para la balanza comercial como el petróleo, el gas y la minería.

En este escenario planteamos un ejercicio simplificado de reestructuración con extensión de plazo de 5 años, aumento de los cupones en un 1% y quita de capital del 1%. El aumento de los cupones obedece a que, luego de una reestructuración del 2020, con fuerte baja de cupones, los acreedores exigirían mejorar este aspecto para una potencial aceptación de canje (recordemos que para los bonos legislación extranjera el umbral de aceptación es de 75% de los tenedores). La quita de capital, más bien simbólica, tiene que ver con el cumplimiento de la Ley de Administración Financiera, que obliga a que las operaciones de reestructuración deben mejorar al menos dos de los tres parámetros principales (tasa de interés, plazo y monto de capital).



Como vemos en el gráfico, el nuevo perfil de deuda implicaría vencimientos cercanos a los USD 4.000 millones en los próximos 5 años, que en principio se podrían afrontar con reservas sin necesidad de acudir al mercado. Es un ejercicio que luce tentador porque despeja las obligaciones de corto plazo y le da más tiempo al gobierno para fortalecer el esquema macroeconómico.

Con este ejercicio, simulamos el valor de los bonos de salida con un *exit yield* del 10% y del 12%, para entender como varían respecto a los precios actuales. Lógicamente, los bonos más cortos son los que más sufrirían por el fuerte aumento proporcional de *duration*, por lo que este escenario ya estaría en precios.

Es posible que, frente a la necesidad de reestructurar pagos, las condiciones de canje de los bonos cortos sean más benevolentes para no afectar de forma tan diferencial a sus tenedores (por ejemplo, mejorando más el cupón y sólo una extensión de 3 años). Recordemos que este es sólo es un ejercicio simplificado, con el intento de mostrar qué proyecciones están incorporadas en los precios actuales.

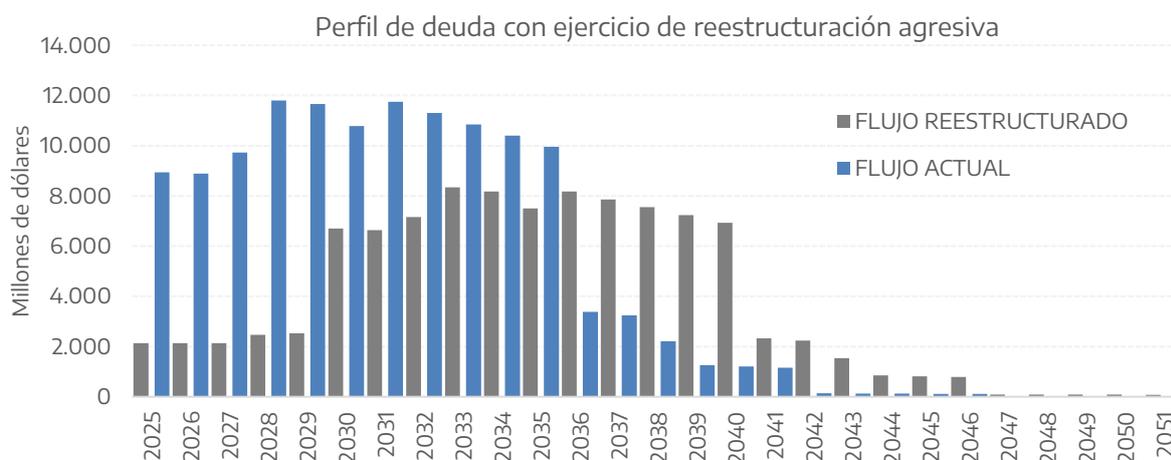
Reestructuración: 1- Extensión de plazo de 5 años; 2- Haircut del 1% 3- Aumento de cupones del 1%					
Ticker	Precio (USD) OTC	Precio USD EY 10%	Variación	Precio USD EY 12%	Variación
AL29D	56.72	57.34	1.10%	50.41	-11.1%
AL30D	56.05	57.26	2.16%	50.02	-10.7%
AL35D	45.48	67.48	48.38%	57.32	26.0%
AE38D	47.48	70.80	49.11%	60.81	28.1%
AL41D	42.31	62.86	48.57%	52.98	25.2%
GD29D	58.71	53.74	-8.46%	50.41	-14.1%
GD30D	57.59	57.26	-0.58%	50.02	-13.1%
GD35D	44.47	67.48	51.75%	57.32	28.9%
GD38D	48.06	70.80	47.31%	60.81	26.5%
GD41D	41.58	62.86	51.20%	52.98	27.4%
GD46D	45.75	66.53	45.42%	56.63	23.8%

Los bonos largos verificarían un fuerte premio en una operación de pasivos como la descrita. Con un *exit yield* del 10% se observan retornos del 50% respecto a los precios actuales, mientras que con una *exit yield* del 12% los retornos giran alrededor del 27%.

No ahondamos en este ejercicio sobre las distintas jurisdicciones, pero si bien en la última reestructuración se les dio un trato igualitario a los títulos ley local respecto a los de ley extranjera, esto podría ser diferente en una nueva operación. Dicha discrecionalidad se refleja en la diferencia de rendimientos entre ambas legislaciones.

### ¿Puede salir muy mal?

Si bien le asignamos una probabilidad muy baja, realizamos también un ejercicio de reestructuración agresiva, con quita de capital del 30% y sin mejora de cupones; misma extensión de plazo. Este sería un escenario de crisis profunda del actual modelo con posible default previo (reestructuración a la 2005).



Como se observa en el gráfico, los vencimientos quedarían prácticamente despejados en los próximos 5 años. Los precios no tendrían incorporado este escenario, aunque para el tramo largo de la curva, con *exit yield* del 10%, la pérdida no luce tan significativa.

#### Reestructuración: 1- Extensión de plazo de 5 años 2- Haircut del 30%

Ticker	Precio (USD) OTC	Precio USD EY 10%	Variación	Precio USD EY 12%	Variación
AL29D	56.72	36.86	-35.01%	32.20	-43.2%
AL30D	56.05	36.66	-34.59%	31.81	-43.2%
AL35D	45.48	42.56	-6.41%	35.89	-21.1%
AE38D	47.48	45.07	-5.07%	38.49	-18.9%
AL41D	42.31	39.15	-7.46%	32.73	-22.6%
GD29D	58.71	34.44	-41.33%	32.20	-45.1%
GD30D	57.59	36.66	-36.34%	31.81	-44.8%
GD35D	44.47	42.56	-4.29%	35.89	-19.3%
GD38D	48.06	45.07	-6.22%	38.49	-19.9%
GD41D	41.58	39.15	-5.83%	32.73	-21.3%
GD46D	45.75	41.77	-8.70%	35.35	-22.7%

## Ponderación de escenarios

De los tres escenarios planteados, creemos que una reestructuración amigable es el más probable. A los otros dos escenarios (pago normal/*rollover* y reestructuración agresiva) le asignamos una baja probabilidad de ocurrencia.

Podemos separar hacia adelante la situación de los bonos en función de su *duration*. Está claro que los precios de los bonos cortos incorporan un escenario, mientras que los bonos que vencen de 2035 en adelante incorporan otro.

Respecto a los primeros, el rendimiento es mayor porque la mayor parte de sus vencimientos se producen en los próximos años, y la situación actual es de incertidumbre respecto a la capacidad de pago o *rollover* de deuda. Esto también tiene un aspecto positivo: a precios actuales se recuperaría rápidamente el capital invertido con el pago de cupones y capital (3 años), más considerando que este gobierno posee voluntad de pago y una reestructuración sería su última opción. En el escenario “todo sale bien”, sin dudas preferimos estos títulos por su mayor rendimiento.

Ahora bien, los precios de los títulos con vencimiento a partir de 2035 están más cercanos a incorporar una reestructuración agresiva que una reestructuración amigable o una situación de pago normal. Esto los vuelve atractivos porque serían más resilientes frente a un evento disruptivo o un cambio en la política de endeudamiento del gobierno.

# IEA | Instituto de Economía Aplicada

## Datos de equipo

---

### Director

Diego Bastourre

### Equipo de Investigación

Martín Breinlinger

Kevin Castillo

Julián Chambó

Federico Machado

Nicolás Sanvitale

### Secretario

Javier Gobbi

## Datos de contacto

---

<https://iea.ude.edu.ar/>

[iea@ude.edu.ar](mailto:iea@ude.edu.ar)



[ude.edu.ar](http://ude.edu.ar)



UNIVERSIDAD  
DEL ESTE  
LA PLATA