

# Cuatro caminos, una Argentina: ¿qué le depara al mercado?

19 de octubre 2023



# PPI | Cuatro caminos, una Argentina: ¿qué le depara al mercado?

1

Perspectivas Macro: ¿Qué pasará  
con la macro tras las Generales?

2

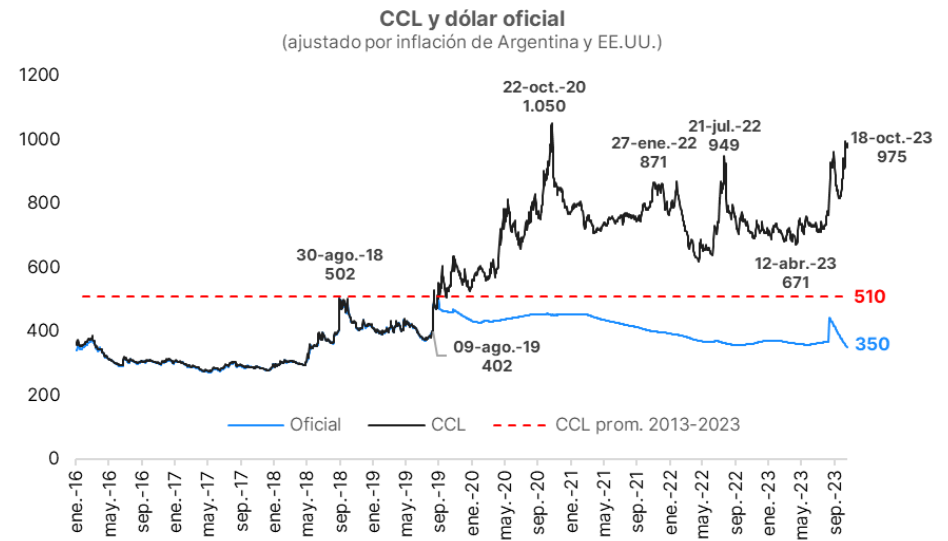
Estrategia Electoral: ¿Qué están  
descontando los precios de los activos?

3

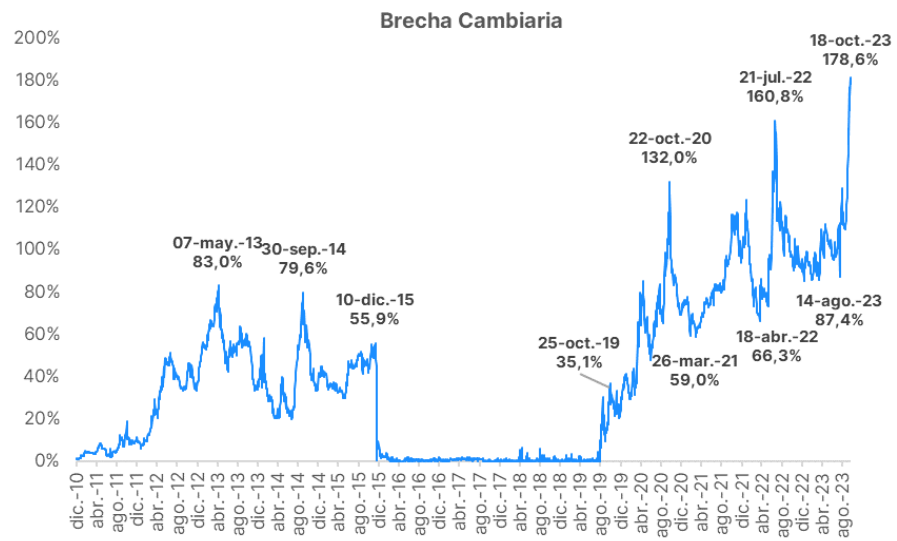
Estrategia Electoral: Evolución y  
riesgos de la deuda en pesos.



## ¿A dónde iría a parar el dólar tras las generales?



## La brecha en niveles críticos

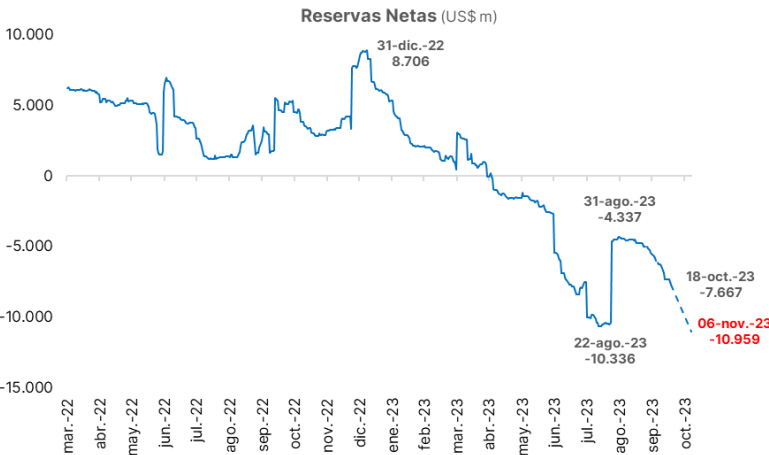
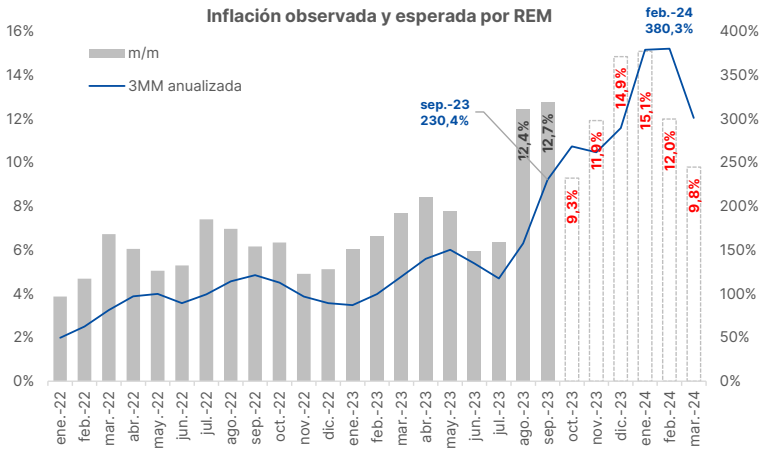


Las elecciones generales del 22 de octubre marcarán un **punto de inflexión**. Planteamos cuatro escenarios de **cómo podría impactar el resultado electoral en las variables macro claves a la hora de tomar decisiones de inversión hasta el cambio de gobierno** (inflación, contado con liquidación y dólar oficial). Los escenarios son los siguientes: 1) Milei gana en primera vuelta, 2) Milei sale primero y va al ballottage con Massa, 3) Milei sale primero y va al ballottage con Bullrich y 4) Milei queda afuera del ballottage, contra todo pronóstico, y Massa y Bullrich pasan al ballottage.

### 1) Escenario "Milei gane en primera vuelta". Probabilidad de ocurrencia de 25%.

Será **clave el discurso del libertario** de ese mismo domingo a la noche respecto a su propuesta de dolarización. Si insiste con la misma, el **CCL no tendría techo**, ya que **el mercado descrea de la capacidad de La Libertad Avanza de conseguir fondos en el exterior para dolarizar a un tipo de cambio similar al actual** (que ya es elevadísimo en términos históricos). En consecuencia, la única alternativa para ir a la dolarización será una fuerte erosión de los saldos reales para que la dolarización sea factible con "pocos dólares". Para más detalle sobre los eventuales tipos de cambio de conversión, ver [páginas 5 y 6](#). Se desataría una **dolarización** ya no de carteras, sino **de saldos transaccionales**, que empujarían al CCL a multiplicar varias veces al actual, lo que dejaría **un piso a la brecha cambiaria de 300%**. Milei podría intentar ponerle un techo a la suba del CCL anunciando un tipo de cambio de conversión, aunque sería un arma de doble filo, dado que podría sonar poco creíble (de ser "bajo") ante las condiciones actuales de mercado. En este contexto, si bien **el dólar oficial de \$350 luce insostenible y decantaría en una obvia devaluación, la pregunta relevante es ¿qué gana el gobierno saliente devaluando?** Consideramos prematuro aventurarnos en escenarios políticos, pero podrían tener lugar eventos atípicos. En cuanto a los precios, habría una **espiralización inflacionaria con riesgos significativos de escenarios extremos**.

Por el contrario, si Milei la noche de su eventual consagración decide dilatar la dolarización con eufemismos del estilo "reformas de segunda generación" o "es un camino de llegada a 24/36 meses", **la transición podría ser menos caótica**. No quiere decir que el CCL vaya a bajar, pero se disiparía el riesgo dolarización y el mercado comenzaría sólo a pricear el riesgo de gobernabilidad, con todo lo que ello implica. En este contexto, **el CCL puede superar los niveles récord de octubre 2020 y la brecha superar el 200%. El gobierno tendría chances de evitar el salto discreto del dólar oficial**, aunque es probable que ejecute un **rápido reinicio del crawling peg**. **La inflación seguiría acelerando hacia niveles superiores a los esperados por el REM para el verano (14/15% mensual) ya en noviembre, pero sin eventos extremos**. Asimismo, desde el plano político, si adopta un tono de moderación y tiende puentes hacia Juntos Por El Cambio podría mejorar la perspectiva de gobernabilidad y reducir la percepción de debilidad política.



### Balace del BCRA en US\$ al 18/10 (estimado)

Activos		Pasivos	
Oro	3.856	Swap chino	17.741
Liquidez en divisas y treasuries	5.789	Encajes	9.785
Yuanes remanentes 1° tramo	337	Instituciones Financieras	3.001
Yuanes remanentes 2° tramo	6.416	Repo SEDESA	1.851
Yuanes "activables"	6.552	Cheques en divisas	22
DEGs	1.846	Depósitos Gobierno	0
		Otras Obligaciones en US\$	64

**Patrimonio Neto** -7.667

Stress Test (salida de depósitos en US\$ de 100%)	-1.585
Stress Test (salida de depósitos en US\$ de 100%) t+2	-1.775

\* Asumiendo deuda performing con FMI hasta 10/12

## 2) Escenario "Milei sale primero y va al ballottage con Massa". Probabilidad de ocurrencia de 40%.

En este caso, **los incentivos de los candidatos serán divergentes para la macroeconomía**. Para Milei será funcional seguir insistiendo con el discurso dolarizador, ya que presiona al alza el CCL y la brecha por los motivos antes mencionados y esto dañará la percepción sobre el oficialismo en las cuatro semanas que separan la general de la segunda vuelta (19/11). **El CCL seguiría escalando, aunque no a los niveles del escenario 1) con Milei insistiendo con dolarizar, ya que existirían todavía chances de abortar la propuesta con un triunfo de Massa. La brecha cambiaría escalaría muy por encima del 200% y dificultaría mantener el tipo de cambio fijado en \$350 como viene anunciándose.** Vemos al oficialismo intentando evitar el salto discreto con un **reinicio del crawling peg y mayores regulaciones y trabas tanto sobre el MULC como sobre los dólares financieros**, lo que de todas maneras implicará que el drenaje de reservas continúe. Con reservas netas negativas que se perfilan a por lo menos -US\$11.000 millones a comienzos de noviembre (asumiendo nula intervención en MULC y financieros), creemos que el foco pasará por determinar hasta qué nivel pueden bajar sin provocar un escenario de estrés bancario. **La inflación aceleraría a un nivel intermedio entre Milei renunciando a la dolarización y Milei confirmándola, lo cual supondría niveles de 20% ya en noviembre.**

## 3) Escenario "Milei sale primero y va al ballottage con Bullrich". Probabilidad de ocurrencia de 30%.

Esta sería el **second best scenario**, ya que garantizaría cierta estabilidad. Será **clave la distancia entre Milei** (a quien descontamos en primer lugar) **y Bullrich** para determinar si Juntos Por El Cambio puede alzarse con la victoria en noviembre. **Si la distancia es priceada como irreversible, los resultados tenderán al del escenario 1) con Milei ratificando la dolarización.** Dado que es su estandarte de campaña, entendemos que el candidato libertario no puede abandonar la propuesta hasta no tener la certeza de que ocupará el sillón de Rivadavia.

**En el caso en que la distancia entre Milei y Bullrich sea percibida como reversible con vistas al ballottage, el CCL podría contenerse en los niveles actuales e incluso experimentar cierta baja si las encuestas comienzan a mostrar a la ex ministra de Seguridad como ganadora.** Vale recordar que los niveles actuales del CCL son de pánico y descuentan parcialmente un triunfo de Milei. A modo de referencia, el CCL del día previo a las PASO (cuando Milei no era el escenario base) cotizaba a \$765 pesos de hoy. Más aún, yéndonos un mes antes para excluir el efecto dolarización de carteras típico de cada elección, el valor era de \$711 pesos de hoy el 11/07. En consecuencia, **la brecha podría seguir navegando por debajo del 200% e incluso comprimir por debajo de 150%.** Esto contribuiría a que **el gobierno mantenga la fijación del tipo de cambio en \$350 hasta el ballottage o, como mucho, ponga en práctica un tímido reinicio del crawling peg.** La inflación seguiría a la velocidad crucero de 11-13% mensual, pero **no espiralizaría**, al menos hasta el ballottage.

## 4) Escenario "Bullrich y Massa pasan al ballottage". Probabilidad de ocurrencia de 5%.

Este sería el **mejor escenario para la transición**, dado que descartaría de plano tanto la dolarización como un gobierno con poca gobernabilidad. Ya que las incipientes encuestas que indagan sobre un eventual ballottage entre estos candidatos, dan como favorita a Bullrich, **los resultados podrían ser incluso más auspiciosos que los del escenario 3) con la perspectiva de Bullrich imponiéndose sobre Milei en la segunda vuelta, debido a que Massa pondría un "piso" sin propuestas disruptivas.**

En el sentido estricto de la palabra, "dolarizar" implica que el sector público canjee o rescate los stocks de pesos de la economía, eliminando de esta manera la moneda local. **El proyecto de Ocampo consistiría en rescatar la Base Monetaria (BM) con las reservas del BCRA y para la deuda remunerada del BCRA (LELIQ + Pases Pasivos) instrumentar un fideicomiso en el exterior (FEM) que consiga los fondos para canjearle a los bancos sus tenencias de LELIQ y Pases (parte de su activo). Dado que el BCRA pasó de tener reservas netas positivas al momento del surgimiento de la propuesta a negativas en la actualidad, cabe suponer que también deba conseguir dólares para convertir la BM.** Asimismo, canjeando el 100% de los pasivos del BCRA, sólo se cubriría el 75% de los depósitos en pesos del sistema financiero, siendo la diferencia explicada por la creación secundaria de dinero de los bancos. Adicionalmente, **el autor no plantea la necesidad de convertir el 100% de la deuda del BCRA, sino una porción "razonable" para respaldar los depósitos y siendo el remanente sólo "redenominado" en dólares, lo que supone un riesgo de sostenibilidad del sistema cuanto más baja sea esta fracción.**

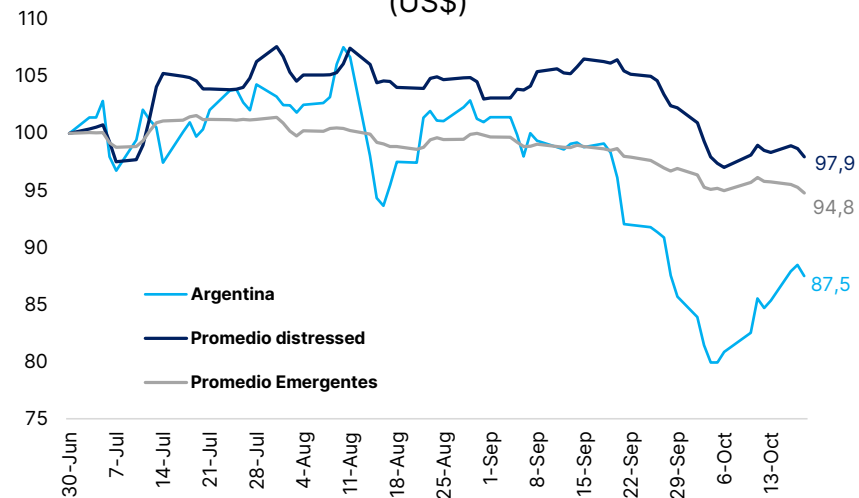
Para el ejercicio, suponemos distintos niveles de captura de fondos por parte del FEM y tipos de cambio (TC) resultantes según el grado de canje de los Pasivos del BCRA que quiera garantizarse, lo cual indefectiblemente implica un grado de cobertura menor sobre los depósitos en pesos. A partir de los TC de conversión, se calcula la suba potencial sobre el dólar oficial de \$350. Vale aclarar que **obtener el cash en el exterior implica colocar deuda en el mercado por 3,5 veces de valor nominal dada la paridad promedio ponderada de los bonos soberanos de US\$28,5**, siempre haciendo el supuesto controversial de que el aumento de la deuda en manos del sector privado y la consecuente mayor carga de intereses netos no deprime aún más las paridades.

	Base Monetaria	Pasivos Remunerados	Pasivos del BCRA	Potencial suba del dólar oficial	Circulante	Depósitos total	M3	Potencial suba del dólar oficial	Ratio de cobertura M3
\$ millones	7.621.633	21.553.167	<b>29.174.800</b>		5.156.961	34.200.212	<b>39.357.173</b>		
US\$ millones @ CCL 975	7.817	22.106	<b>29.923</b>		5.289	35.077	<b>40.366</b>		
<b>Obtiene (100% cobertura s/Pasivos BCRA)</b>									
US\$ 5.000 millones	1.524	4.311	<b>5.835</b>	<b>1567%</b>	1.031	6.840	<b>7.871</b>	<b>2149%</b>	<b>74%</b>
US\$ 10.000 millones	762	2.155	<b>2.917</b>	<b>734%</b>	516	3.420	<b>3.936</b>	<b>1024%</b>	
US\$ 15.000 millones	508	1.437	<b>1.945</b>	<b>456%</b>	344	2.280	<b>2.624</b>	<b>650%</b>	
US\$ 20.000 millones	381	1.078	<b>1.459</b>	<b>317%</b>	258	1.710	<b>1.968</b>	<b>462%</b>	
US\$ 25.000 millones	305	862	<b>1.167</b>	<b>233%</b>	206	1.368	<b>1.574</b>	<b>350%</b>	
<b>Obtiene (75% cobertura s/Pasivos BCRA)</b>									
US\$ 5.000 millones	1.143	3.233	<b>4.376</b>	<b>1150%</b>	774	5.130	<b>5.904</b>	<b>1587%</b>	<b>56%</b>
US\$ 10.000 millones	572	1.616	<b>2.188</b>	<b>525%</b>	387	2.565	<b>2.952</b>	<b>743%</b>	
US\$ 15.000 millones	381	1.078	<b>1.459</b>	<b>317%</b>	258	1.710	<b>1.968</b>	<b>462%</b>	
US\$ 20.000 millones	286	808	<b>1.094</b>	<b>213%</b>	193	1.283	<b>1.476</b>	<b>322%</b>	
US\$ 25.000 millones	229	647	<b>875</b>	<b>150%</b>	155	1.026	<b>1.181</b>	<b>237%</b>	
<b>Obtiene (50% cobertura s/Pasivos BCRA)</b>									
US\$ 5.000 millones	762	2.155	<b>2.917</b>	<b>734%</b>	516	3.420	<b>3.936</b>	<b>1024%</b>	<b>37%</b>
US\$ 10.000 millones	381	1.078	<b>1.459</b>	<b>317%</b>	258	1.710	<b>1.968</b>	<b>462%</b>	
US\$ 15.000 millones	254	718	<b>972</b>	<b>178%</b>	172	1.140	<b>1.312</b>	<b>275%</b>	
US\$ 20.000 millones	191	539	<b>729</b>	<b>108%</b>	129	855	<b>984</b>	<b>181%</b>	
US\$ 25.000 millones	152	431	<b>583</b>	<b>67%</b>	103	684	<b>787</b>	<b>125%</b>	
<b>Obtiene (25% cobertura s/Pasivos BCRA)</b>									
US\$ 5.000 millones	381	1.078	<b>1.459</b>	<b>317%</b>	258	1.710	<b>1.968</b>	<b>462%</b>	<b>19%</b>
US\$ 10.000 millones	191	539	<b>729</b>	<b>108%</b>	129	855	<b>984</b>	<b>181%</b>	
US\$ 15.000 millones	127	359	<b>486</b>	<b>39%</b>	86	570	<b>656</b>	<b>87%</b>	
US\$ 20.000 millones	95	269	<b>365</b>	<b>4%</b>	64	428	<b>492</b>	<b>41%</b>	
US\$ 25.000 millones	76	216	<b>292</b>	<b>-17%</b>	52	342	<b>394</b>	<b>12%</b>	

Este ejercicio tiene los mismos supuestos que el caso anterior, con la diferencia sustancial de que **cerrar el Banco Central implicaría conseguir fondos para que el patrimonio neto en dólares o reservas netas sea igual a cero, siempre asumiendo que esta deuda de corto plazo no pueda ser transferida al Tesoro Nacional**. Teniendo en cuenta que las reservas netas se perfilan a -US\$11.000 millones a comienzos de noviembre, suponemos que el oficialismo podría entregar el 10/12 un BCRA con -US\$12.000 millones. En consecuencia y a modo de ejemplo, en el caso en el que el FEM consiga US\$15.000 millones, los primeros US\$12.000 millones irían para cancelar la deuda del BCRA y los restantes US\$3.000 millones se utilizarían para canjear la deuda del BCRA en pesos.

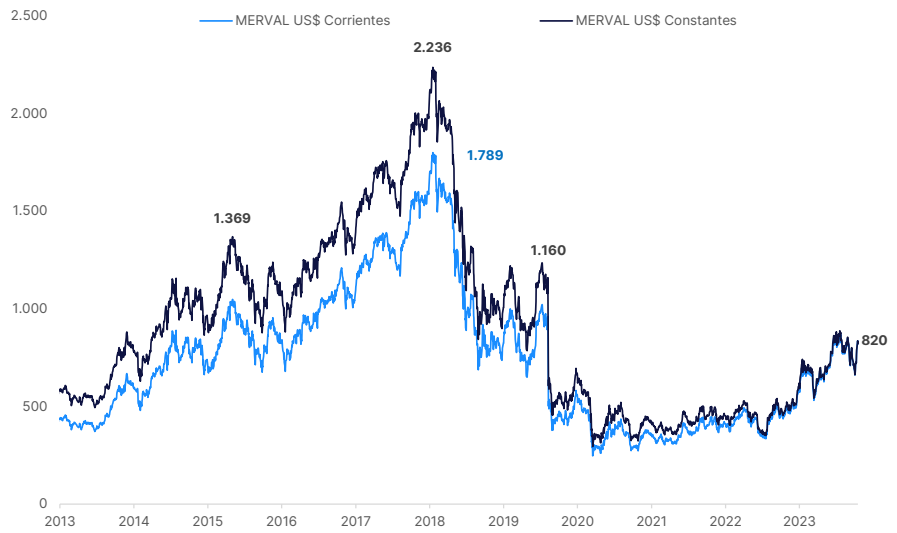
	Base Monetaria	Pasivos Remunerados	Pasivos del BCRA	Potencial suba del dólar oficial	Circulante	Depósitos total	M3	Potencial suba del dólar oficial	Ratio de cobertura M3
\$ millones	7.621.633	21.553.167	<b>29.174.800</b>		5.156.961	34.200.212	<b>39.357.173</b>		
US\$ millones @ CCL 975	7.817	22.106	<b>29.923</b>		5.289	35.077	<b>40.366</b>		
<b>Obtiene (100% cobertura s/Pasivos BCRA)</b>									
US\$ 5.000 millones	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>74%</b>
US\$ 10.000 millones	-	-	-	-	-	-	-	-	
US\$ 15.000 millones	2.541	7.184	<b>9.725</b>	<b>2679%</b>	1.719	11.400	<b>13.119</b>	<b>3648%</b>	
US\$ 20.000 millones	953	2.694	<b>3.647</b>	<b>942%</b>	645	4.275	<b>4.920</b>	<b>1306%</b>	
US\$ 25.000 millones	586	1.658	<b>2.244</b>	<b>541%</b>	397	2.631	<b>3.027</b>	<b>765%</b>	
<b>Obtiene (75% cobertura s/Pasivos BCRA)</b>									
US\$ 5.000 millones	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>56%</b>
US\$ 10.000 millones	-	-	-	-	-	-	-	-	
US\$ 15.000 millones	1.905	5.388	<b>7.294</b>	<b>1984%</b>	1.289	8.550	<b>9.839</b>	<b>2711%</b>	
US\$ 20.000 millones	715	2.021	<b>2.735</b>	<b>681%</b>	483	3.206	<b>3.690</b>	<b>954%</b>	
US\$ 25.000 millones	440	1.243	<b>1.683</b>	<b>381%</b>	298	1.973	<b>2.271</b>	<b>549%</b>	
<b>Obtiene (50% cobertura s/Pasivos BCRA)</b>									
US\$ 5.000 millones	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>37%</b>
US\$ 10.000 millones	-	-	-	-	-	-	-	-	
US\$ 15.000 millones	1.270	3.592	<b>4.862</b>	<b>1289%</b>	859	5.700	<b>6.560</b>	<b>1774%</b>	
US\$ 20.000 millones	476	1.347	<b>1.823</b>	<b>421%</b>	322	2.138	<b>2.460</b>	<b>603%</b>	
US\$ 25.000 millones	293	829	<b>1.122</b>	<b>221%</b>	198	1.315	<b>1.514</b>	<b>332%</b>	
<b>Obtiene (25% cobertura s/Pasivos BCRA)</b>									
US\$ 5.000 millones	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>19%</b>
US\$ 10.000 millones	-	-	-	-	-	-	-	-	
US\$ 15.000 millones	635	1.796	<b>2.431</b>	<b>595%</b>	430	2.850	<b>3.280</b>	<b>837%</b>	
US\$ 20.000 millones	238	674	<b>912</b>	<b>160%</b>	161	1.069	<b>1.230</b>	<b>251%</b>	
US\$ 25.000 millones	147	414	<b>561</b>	<b>60%</b>	99	658	<b>757</b>	<b>116%</b>	

## Evolución GD30 vs comparables (US\$)



**Nota: Distressed:** Ucrania, Pakistán, Ecuador, Gabón, El Salvador, Sri Lanka, Ghana, Nigeria, Bolivia y Argentina.  
**Emergentes:** Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú, Uruguay, Turquía, Indonesia, Italia, Jamaica, El Congo, Honduras, Egipto, Costa Rica, Jordania, Guatemala, Kenia, Senegal, Filipinas y Rep. Dominicana.

## Evolución del Merval en dólares (precios constantes vs precios corrientes)



Tras las elecciones primarias de agosto, el mercado recalibró sus expectativas respecto los activos argentinos. Tal como mencionamos en nuestro informe previo a las PASO, un triunfo de La Libertad Avanza aumentaría la incertidumbre, llevando a una reacción negativa del mercado. En este sentido, previo a las primarias, los bonos argentinos en dólares se comportaron de manera similar al resto de los créditos *distressed* y algo mejor a lo exhibido por los créditos emergentes. Sin embargo, a partir de mediados de septiembre, los Globales argentinos profundizaron su caída, retrocediendo entre 13/17% en el mes. Una dinámica similar pudo observarse en las acciones. En esta línea, el Merval medido al CCL mostró un alza 3,2% en la semana previa a las PASO, mientras las bolsas de Brasil y México descendían entre -1,1%/-1,5% medidas en dólares. La tendencia positiva se revirtió luego de las PASO, con el Merval registrando un descenso del 17% en septiembre, cuando otros índices latinoamericanos exhibían correcciones sensiblemente inferiores (-0,6%/-5,6%).

**¿Factores externos o locales?** Los títulos argentinos no fueron ajenos al mensaje de *'higher for longer'* de la Fed. En este sentido, luego de la reunión de septiembre, el comunicado de la Reserva Federal impactó negativamente en el universo emergente y *distressed*, siendo los instrumentos argentinos entre los más afectados. De esta manera, los Globales, volvieron a niveles que no veíamos desde mayo de 2023, y prácticamente borrarón las ganancias observadas en el año. No obstante, cuando evaluamos el comportamiento de la deuda argentina, distinguimos el impacto adicional de factores locales. De hecho, discriminando ambos efectos (tomando el EMB ETF y el beta de los bonos argentinos), observamos que, desde las PASO hasta ahora, **el desempeño del precio promedio de la deuda argentina fue explicado en 59,2% por factores externos y 40,8% por factores idiosincráticos o locales.** Desde nuestro punto de vista, el deterioro macro provocado por el desmanejo fiscal/monetario del último mes y las consecuencias de impulsar la dolarización (ante la incredulidad del mercado) impacto en el *pricing* de los activos.

**Más allá de la corrección desde las PASO, no creemos que un triunfo de Milei esté totalmente descontado en los precios de los activos.** En este sentido, sigue siendo una incógnita el grado de implementación y el apoyo político que podrían recibir las propuestas económicas del candidato. Un escenario de mayor incertidumbre, con una aceleración de los tipos de cambio -de persistir la propuesta de dolarización de la economía- afectaría negativamente las valuaciones. Por su parte, consideramos que la plataforma de Juntos por el Cambio genera mayor entusiasmo en los participantes del mercado, por una serie de factores: reconocimiento de los problemas fiscales, equipos con experiencia previa en gestión, apoyo político en el Congreso y las Provincias. Por lo que, en caso de que JxC quede relegado de un *ballotage*, muy probablemente se recientan las cotizaciones de los activos locales, por más de que actualmente las encuestas no favorezcan a Patricia Bullrich.

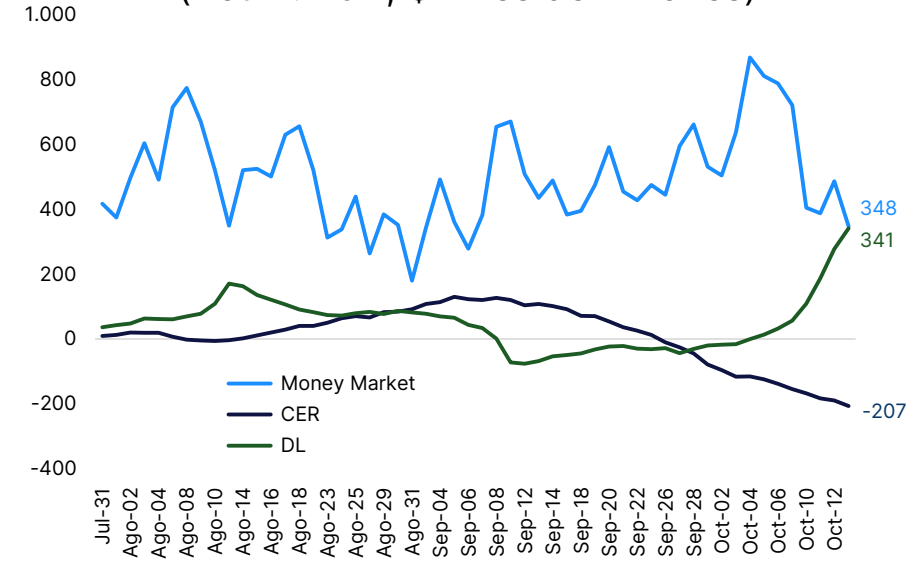
Para mayor detalle sobre nuestro posicionamiento sugerido antes de las elecciones, invitamos a ver nuestro más reciente [Informe de Carteras.](#)

# Estrategia Electoral | Evolución reciente de la deuda en pesos

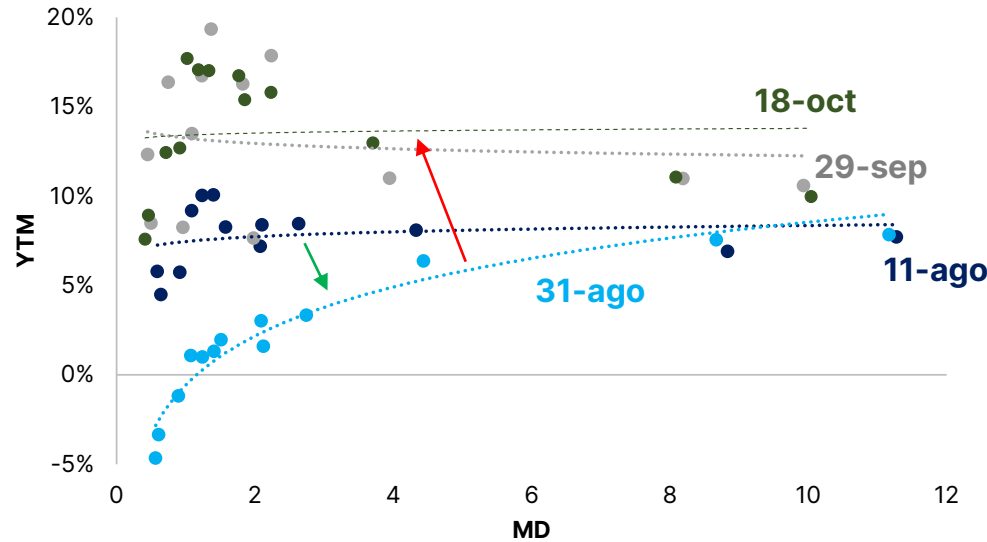
Desde mediados de septiembre, la deuda en pesos mostró un desempeño relativamente débil. Luego de la devaluación post-PASO, la reacción inicial de los inversores fue rotar desde títulos Dólar Linked (DL) por instrumentos ajustables por inflación y FCI Money Market (compuestos principalmente por cuentas remuneradas y cauciones) aprovechando el *carry trade* que ofrecían frente al anuncio de que tipo de cambio oficial permanecería fijo por lo próximos meses. Más específicamente, los FCI-CER recibieron suscripciones netas por casi \$109.000 millones en las dos semanas posteriores a las elecciones primarias, llevando a que los instrumentos ajustables por inflación exhiban rendimientos negativos en el tramo corto de la curva. A modo de ejemplo, el TX24 (vencimiento en abril del 2024) rendía inflación -4,7% a fines de agosto, mientras que, en el tramo largo, el DICP tenía una tasa de CER+6,4%.

Sin embargo, a medida que nos acercamos a las elecciones generales, el apetito por instrumentos ligados a la evolución de la inflación cayó considerablemente. En este sentido, los inversores volvieron a mostrar interés por títulos atados al tipo de cambio oficial, en un contexto en que la brecha cambiaria aumentó significativamente y las expectativas de devaluación iban al alza. El apetito por deuda DL fue llamativo teniendo en cuenta el alza en la percepción de riesgo en torno a la deuda en pesos, y que la cobertura que ofrecieron los DL y Duales ante la devaluación del dólar oficial en agosto fue parcial. Esto quedó a la luz cuando el A3500 trepó un 22% el día post-PASO y los DL/Duales soberanos bajaron entre 5/10% en pesos. A pesar de esto, es importante recordar que si el tenedor mantiene su posición a *finish* (a vencimiento), el instrumento percibirá ese movimiento de todas formas, lo cual explica la demanda por esta cobertura imperfecta. El apetito por instrumentos DL es tal que algunos fondos decidieron suspender nuevas suscripciones, permitiendo solamente rescates de fondos ya invertidos.

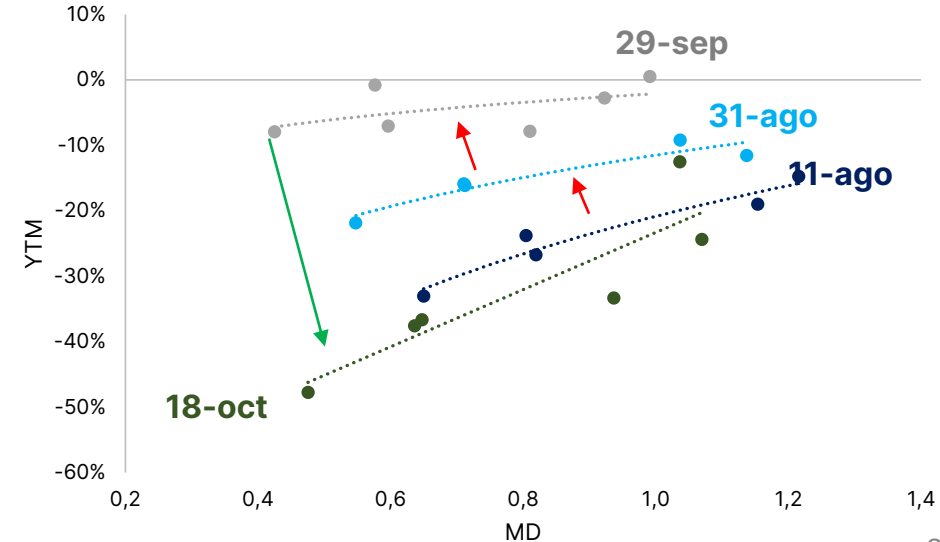
### Flujos netos a FCI por tipo de fondo (Acum. 20D; \$ miles de millones)



### Curva CER (Spread sobre CER)



### Curva DL y Duales (Spread sobre devaluación)





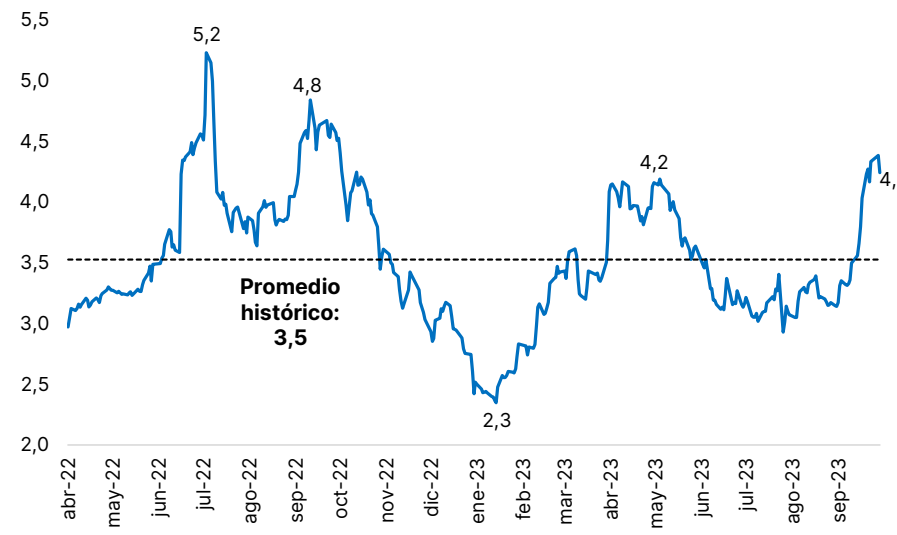
# Estrategia Electoral | Riesgos en el mercado de deuda en pesos

Dada la evolución del stock de deuda en pesos, el principal riesgo está ligado al desafío del desarme de la bola de pesos ante la potencial salida del CEPO o conversión en una eventual dolarización. En este sentido, el stock de la deuda total en pesos del Tesoro representa 29,2% del PBI (a septiembre) frente al 13,9% en diciembre 2019. A pesar del incremento en la participación pública, la porción privada refleja también un aumento desde 6,8% del PBI al 10,3% actual.

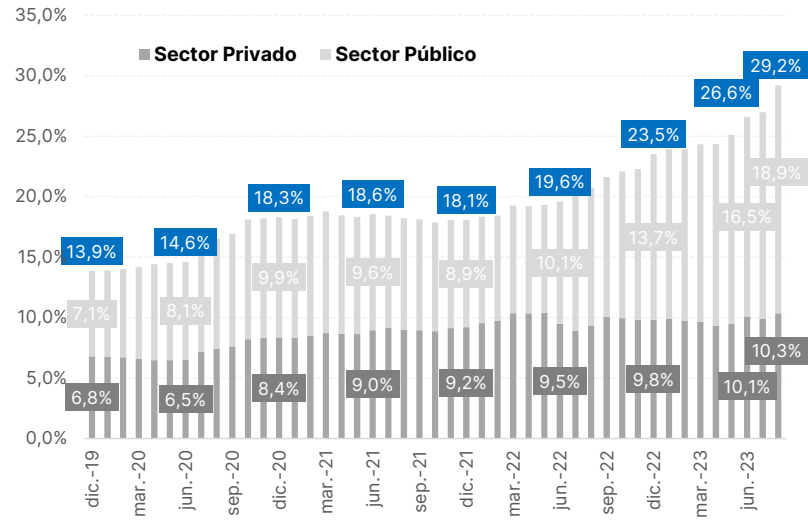
La deuda en pesos es la más vulnerable a la incertidumbre sobre el panorama macroeconómico. Más allá de no acompañar la evolución de los dólares financieros, el temor de buena parte de los inversores radica en el riesgo de crédito de los títulos. En los últimos años, el componente indexado de la deuda en pesos trepó desde 54,9% a fines de la administración de Macri hasta alrededor de 96,7% al final del mes pasado. No obstante, si los inversores creen que la nominalidad se espiralizará, es lógico observar una disminución del apetito incluso de estos instrumentos.

El rally de los títulos ajustables por el A3500 de las últimas semanas llevó a las paridades de estos instrumentos a niveles en torno al 115%/130% para los que vencen en 2024. Esto hace que luzcan relativamente costosos en términos históricos, cuando se los compara con los Globales/Bonares. A su vez, los vuelve vulnerables ante un posible canje por títulos en dólares de mayor plazo, los cuales se encuentran operando en paridades que rondan el 30%, exponiendo a los inversores a pérdidas de capital considerables. En un escenario de reestructuración de deuda, estos títulos son los más expuestos a la discrecionalidad del Tesoro. Si bien es cierto que la deuda en dólares de legislación local tuvo prácticamente el mismo tratamiento que los bonos ley extranjera en las reestructuraciones de 2005 y 2020, los tenedores de deuda en pesos sí sufrieron reestructuraciones menos favorables en el pasado (en especial, durante la crisis de deuda 2002/2005).

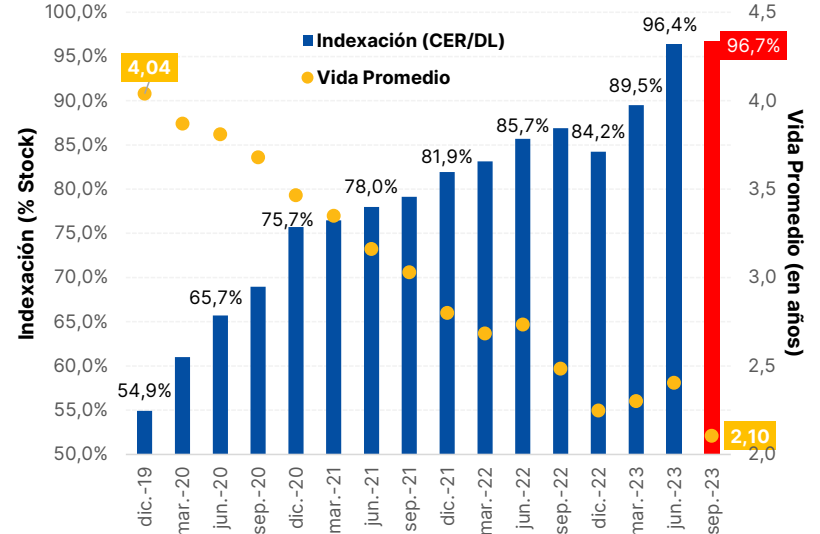
## Ratio paridades TV24/GD30



## Stock de la Deuda en pesos (en % del PBI)



## Indexación y vida promedio de la deuda en pesos



# Nuestro Equipo

## **Pedro Siaba Serrate**

**Head of Research & Strategy**

[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

## **Lucas Caldi**

**Corporate Credit Team Leader**

[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

## **Diego Ilan Méndez**

**Analyst**

[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

## **Alejo Lerner**

**Analyst**

[alerner@portfoliopersonal.com](mailto:alerner@portfoliopersonal.com)

## **Lautaro Casasco Herrera**

**Intern**

[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

## **Emiliano Anselmi**

**Chief Economist**

[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

## **Melina Eidner**

**Economist**

[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

## **Francisco Schiffrer**

**Team Leader Strategist**

[fschiffrer@portfoliopersonal.com](mailto:fschiffrer@portfoliopersonal.com)

## **Natalia Denise Martin**

**Analyst**

[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

## **Martin Cordeviola**

**Analyst**

[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)



El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI 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. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.