

# PPI Perspectivas

## Hora de la verdad, ¿dónde está el trade?

10 de julio 2023



# PPI | Perspectivas

Hora de la verdad,  
¿dónde está el trade?

1

Resumen ejecutivo

2

Camino a las PASO: Escenario Electoral

3

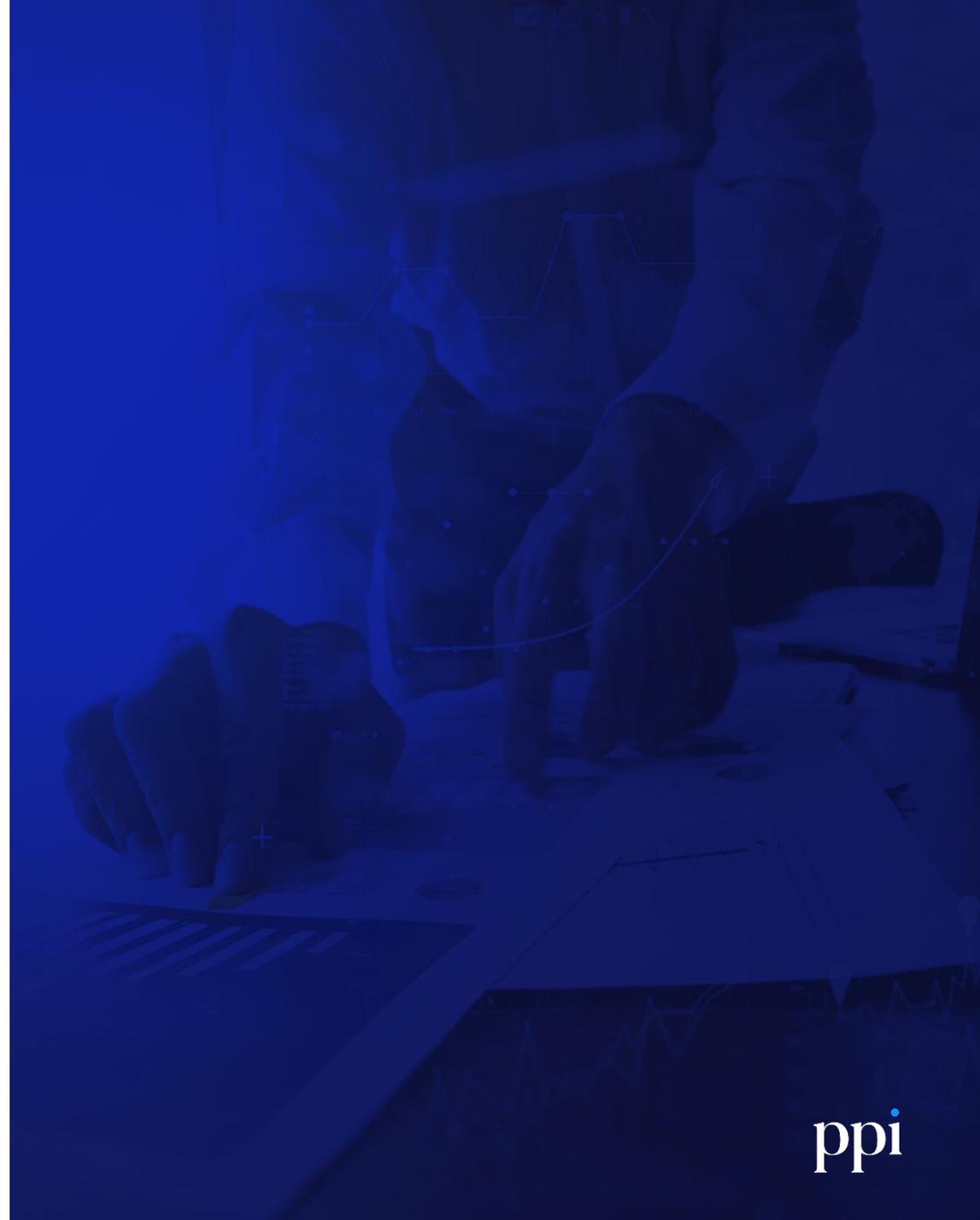
Perspectivas Macro: ¿Cómo se llega a las PASO?

4

Ideas en Renta Fija

5

Equity View



A principios de año escribimos en nuestro informe anual que estábamos frente a un año bisagra. Tras haber transcurrido la primera mitad de 2023 con algunos sobresaltos, Argentina empieza a transitar los meses más críticos de esa bisagra. La fuerte recuperación de los activos locales (equity y renta fija) en junio, en nuestra opinión, refleja parcialmente una incidencia mayor del ansiado “trade electoral”. Sin embargo, los desafíos en torno a la transición y la eficacia de cualquier plan de estabilización todavía están presentes.

## ¿Cómo se llegará a las PASO? ¿Y después?

El grado de tensión de la macro lo determinará la evolución de las reservas netas de aquí a las PASO. Nos encontramos en el valle post dólar “soja” 3 con un acumulado de ventas de US\$1.461 millones desde el 02/06, equivalente a un rojo diario de US\$64 millones. En paralelo, el BCRA destinó US\$759 millones en mayo para contener la brecha cambiaria. En junio la intervención mermó a US\$82 millones, pero no debe descartarse un retorno de la presión dolarizadora pre-PASO. El BCRA está limitado para intervenir con un stock de reservas netas (RIN) de -US\$6.700 millones. Si las ventas se sostienen en el ritmo actual (de no mediar dólar “soja” 4) y el BCRA interviene la brecha (supuesto optimista), las RIN serían de -US\$8.024m el 11/08 si sólo llega el desembolso de junio del FMI. Respecto al acuerdo con el Fondo, se abren múltiples escenarios: desde seguir pagando (con yuanes) pero no recibir el desembolso, hundiéndose las RIN hasta -US\$12.346 millones, hasta conseguir los desembolsos de julio, septiembre y diciembre, subiendo las RIN hasta -US\$1.673 millones. Existen escenarios intermedios en el que las RIN llegan en -US\$8.334 millones y -US\$5.008 millones. RIN negativas suponen una presión devaluatoria constante que el oficialismo apunta a evitar hasta diciembre gracias a la mejora en las expectativas. Las negociaciones están estancadas porque Argentina incumplió las tres metas del 2° trimestre y la perspectiva es que el cuadro se agrave en el segundo semestre. El Fondo pediría más ajuste fiscal y una corrección cambiaria, que Argentina no estaría dispuesta a conceder por el contexto electoral.

Pasando al escenario post PASO, se abren 4 escenarios con distinta probabilidad de ocurrencia (p): 1) “Triunfo contundente de JxC” – p: 30%; 2) “Gana el oficialismo por amplio margen” – p: 25%; 3) “Milei da el batacazo” – p: 5% y 4) “Empate entre JxC y UxP” – p: 40%. Para todos los escenarios planteamos una reacción del CCL en la semana inmediata posterior a las PASO, determinando un nuevo nivel de brecha cambiaria. A partir del diferencial cambiario, se plantea una probabilidad de salto discreto del dólar oficial y, en consecuencia, un orden de aceleración de la inflación. Mientras que un triunfo de JxC garantizaría un escenario de baja del CCL, compresión de la brecha, menor probabilidad de devaluación y contención de la inflación, un triunfo de Milei (alta incertidumbre) dispararía CCL y brecha, volvería inevitable una devaluación y espiralizaría los precios. En los escenarios intermedios ubicamos un triunfo contundente del oficialismo y un empate en agosto que fuerce al ballottage. En el primer caso, suponemos un escenario de deterioro, aunque menor al de Milei: brecha testeando máximos de julio 2022 y el oficialismo luchando por evitar la devaluación (con chances de “aguantar” hasta diciembre), resultando en una aceleración inflacionaria. En el segundo, vemos un escenario de *statu quo* en el que las variables no diferirían mucho de las actuales, aunque por el endurecimiento del cepo, derivaría en mayor brecha y mayor inflación.

## ¿Cómo quedan los activos tras el rally reciente? Nuestro view de mercado

Más allá del viento de cola desde el exterior (y teniendo en cuenta que son instrumentos de beta elevado), detectamos que los bonos argentinos se vieron influenciados de forma positiva por algún factor local o idiosincrático durante junio. Ahora bien, a simple vista no hay muchas noticias para festejar desde lo meramente económico como mencionábamos más arriba. Y, entonces, ¿qué está mirando el mercado? La expectativa de un cambio político. Quitando el cierre de listas, donde la sorpresa la dio el oficialismo presentando a Massa como candidato “único”, la mejora en la perspectiva política posee varias aristas. En primer lugar, el deterioro de la hipótesis de los “tres tercios” fomentado por la baja de Milei en las encuestas fortalece la posición de JxC de cara a las PASO. Por otra parte, los resultados electorales provinciales no son muy fiables para obtener conclusiones a nivel nacional, pero en términos generales señalan mejores números para la oposición y una participación baja que perjudica a los oficialismos. En definitiva, los instrumentos financieros son el flujo de pagos futuro descontado al presente. Aunque la situación actual sea negativa, si la percepción de un futuro más razonable gana la pulseada, los activos pueden comportarse de forma “contraintuitiva” frente al presente. En esa línea, el equity es uno de los grandes ganadores frente al optimismo futuro. Los flujos futuros no solo se benefician de tasas de descuento inferiores, sino que un ordenamiento económico e impulso de las industrias generan que dichos flujos incrementen. En resumen, en este informe evaluamos el andar de la deuda en dólares, en pesos, las acciones locales y aportamos algunas ideas que tomarán vuelo si Argentina se aproxima a una normalización económica sin brecha cambiaria y una apreciación real a los promedios históricos.

## Juntos por el CAMBIO



**Patricia Bullrich**  
Luis Petri



**Patricia Bullrich** es la actual presidenta del PRO y ex Ministra de Seguridad. Es la candidata preferida de Mauricio Macri. **Luis Petri**, miembro de la UCR y pre-candidato a gobernador por Mendoza, no tuvo éxito en las PASO provinciales.



**Horacio Rodríguez Larreta**  
Gerardo Morales



**HRL**, es el actual Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, busca establecer alianzas políticas más amplias, distanciándose de Mauricio Macri. **Gerardo Morales**, de la UCR, es el actual Gobernador de Jujuy.

## UP Unión Patria por la



**Sergio Massa**  
Agustín Rossi



**Sergio Massa**, actual Ministro de Economía y fundador del Frente Renovador. Es su segundo intento a la presidencia, después de su primera candidatura en 2015. **Agustín Rossi** actual Jefe de Gabinete. Es cercano a Alberto Fernández.



**Juan Grabois**  
Paula Abal Medina



**Juan Grabois**, dirigente social, propone abordar las desigualdades socioeconómicas a través de medidas intervencionistas y políticas redistributivas. **Paula Abal Medina**, socióloga, cercana al Kirchnerismo.

## LA LIBERTAD AVANZA



**Javier Milei**  
Victoria Villarruel



**Javier Milei** es un *outsider* de la política, identificado como un defensor del liberalismo económico. **Victoria Villarruel** es diputada nacional. A menudo se la caracteriza como una figura ultraconservadora en la política.

## Hacemos por Nuestro País



**Juan Schiaretti**  
Florencio Randazzo



**Juan Schiaretti**, gobernador de Córdoba, es una figura clave del peronismo no kirchnerista del interior. Intentó sin éxito unirse a JxC, apoyado por HRL. **Florencio Randazzo**, fue Ministro del Interior entre 2012-2015, se separó del kirchnerismo en 2015.

## FRENTE DE IZQUIERDA Y DE TRABAJADORES UNIDAD



**Myriam Bregman – Nicolás del Caño**

La diputada de izquierda, **Myriam Bregman**, encabeza una de las listas, acompañada por **Nicolás del Caño**, candidato presidencial en 2019.



**Manuela Castañeira – Lucas Ruiz**

La precandidata competirá fuera de la coalición de izquierda. Socióloga de profesión, ya se postuló para la presidencia en 2019. **Lucas Ruiz**, es un educador de la provincia de Neuquén.

**Gabriel Solano – Vilma Ripoll**

Legislador de la Ciudad de Buenos Aires y presidente del Partido Obrero, se une a la exdiputada y también legisladora de Buenos Aires, **Vilma Ripoll**.



**Marcelo Ramal – Patricia Urones**

Economista, profesor universitario y ex legislador de la Ciudad de Buenos Aires durante dos períodos. **Patricia Urones** es profesora de historia. Ambos competirán fuera de la coalición de izquierda.



## PJ PARTIDO JUSTICIALISTA

**Guillermo Moreno – Leandro Fabre**

Peronista con fuertes vínculos con el sindicalismo, se desempeñó como Secretario de Comercio bajo la administración Kirchner. **Leonardo Fabre** preside uno de los gremios más representativos en la Anses desde 1997.

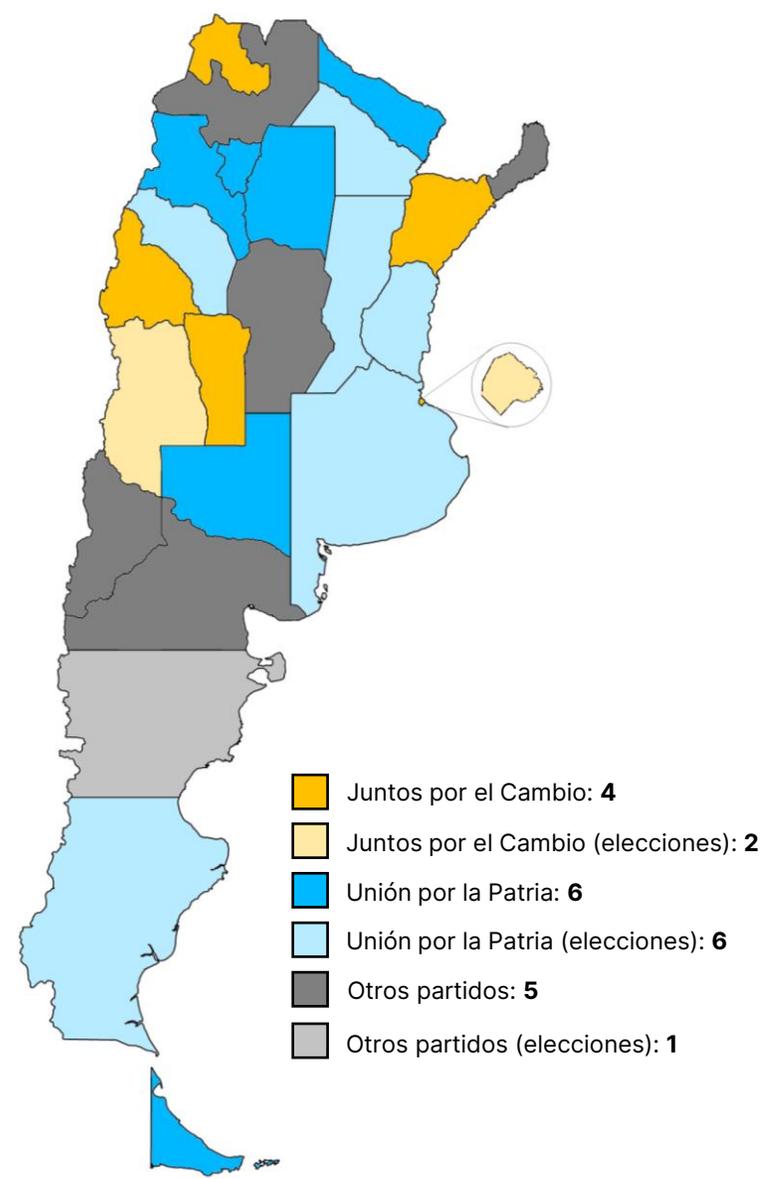


Fechas pasadas					
Provincia	Fecha	Elige gobernador	Partido gobernante	Ganador	Esperado
<b>Abril</b>					
Río Negro	16-abr-23	Si	JSRN	Oficialismo	Si
Neuquén	16-abr-23	Si	Comunidad	<b>Oposición</b>	<b>No</b>
<b>Mayo</b>					
La Rioja	7-may-23	Si	UP	Oficialismo	Si
Jujuy	7-may-23	Si	JxC	Oficialismo	Si
Misiones	7-may-23	Si	PCS	Oficialismo	Si
Salta	14-may-23	Si	PAIS	Oficialismo	Si
Tierra del Fuego	14-may-23	Si	UP	Oficialismo	Si
La Pampa	14-may-23	Si	UP	Oficialismo	Si
<b>Junio</b>					
Corrientes	11-jun-23	No	JxC	Oficialismo	Si
Tucumán	11-jun-23	Si	UP	Oficialismo	Si
Mendoza PASO	11-jun-23	Si	JxC	Oficialismo*	Si
San Luis	11-jun-23	Si	UP	<b>Oposición</b>	<b>No</b>
<b>Coaliciones</b>	<b>14-jun-23</b>				
Chaco PASO	11-jun-23	Si	UP	<b>Oposición*</b>	<b>No</b>
<b>Pre-candidatos</b>	<b>24-jun-23</b>				
Córdoba	25-jun-23	Si	Hacemos Cda	Oficialismo	Si
Formosa	25-jun-23	Si	UP	Oficialismo	Si
<b>Julio</b>					
San Juan	2-jul-23	Si	UP	<b>Oposición</b>	<b>No</b>

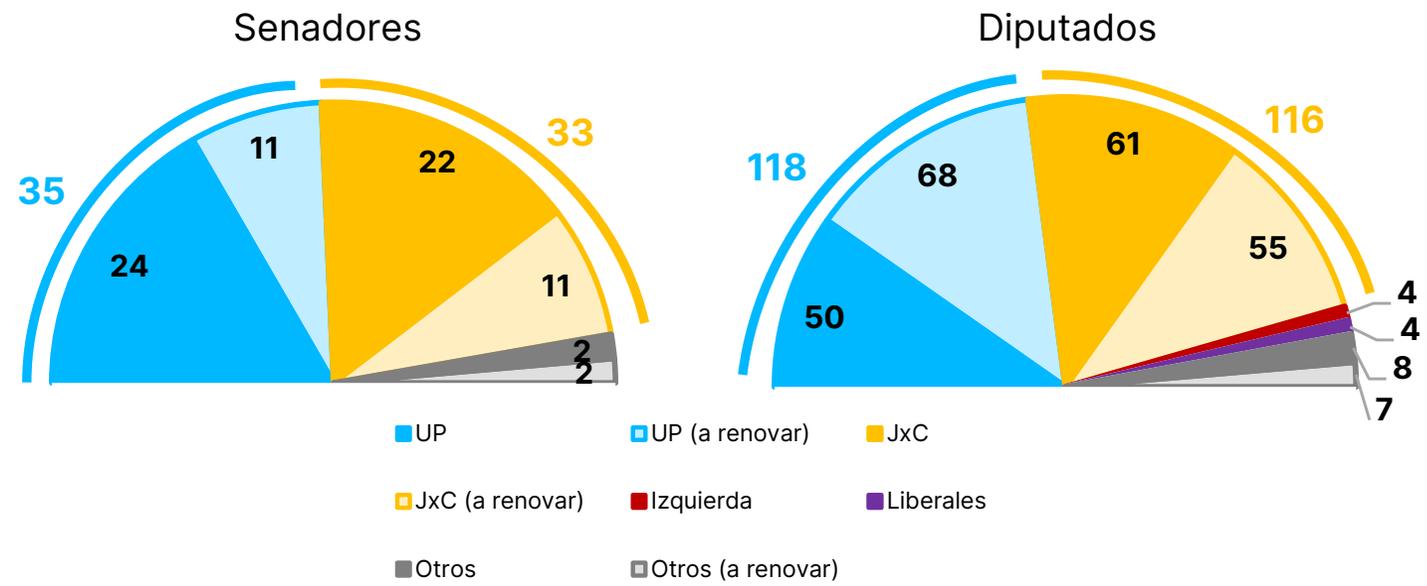
Próximas fechas			
Provincia	Fecha	Elige gobernador	Partido gobernante
<b>Julio</b>			
Santa Fe PASO	16-jul-23	Si	UP
Chubut	30-jul-23	Si	Chubut Todos
<b>Agosto</b>			
<b>Presidencial PASO</b>	<b>13-ago-23</b>		
Buenos Aires PASO	13-ago-23	Si	UP
CABA PASO	13-ago-23	Si	JxC
Catamarca PASO	13-ago-23	Si	UP
Santa Cruz PASO	13-ago-23	Si	UP
<b>Septiembre</b>			
Santa Fe	10-sep-23	Si	UP
Chaco	17-sep-23	Si	UP
Entre Ríos	24-sep-23	Si	UP
Mendoza	24-sep-23	Si	JxC
<b>Octubre</b>			
<b>Presidencial Generales</b>	<b>22-oct-23</b>		
Buenos Aires	22-oct-23	Si	UP
CABA	22-oct-23	Si	JxC
Catamarca	22-oct-23	Si	UP
Santiago del Estero	22-oct-23	No	UP
Santa Cruz	22-oct-23	Si	UP
<b>Noviembre</b>			
<b>Presidencial Balotaje</b>	<b>19-nov-23</b>		

Nota: (\*) La coalición consiguió la mayoría de los votos en las PASO.

### Gobernadores por partido político



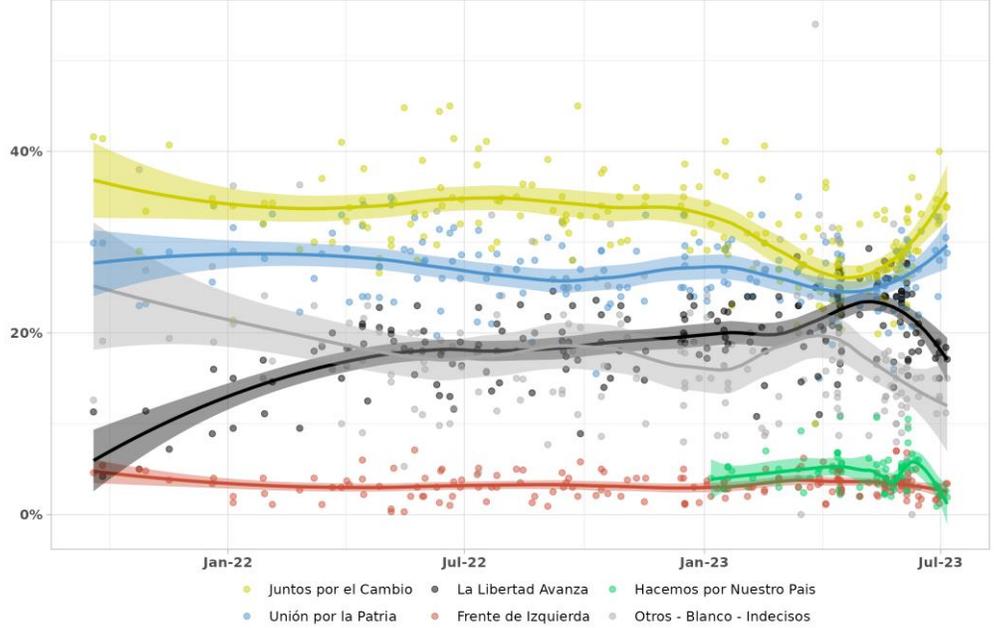
### Composición del Congreso



- Además de la presidencia, las elecciones de este año votarán gobernadores, diputados y senadores.
- Tras las 13 elecciones a gobernador ya celebradas, quedan todavía 9 por definirse.
- En estas elecciones, el partido Unión por la Patria (UxP) buscará mantener el gobierno en 6 provincias, mientras que el partido Juntos por el Cambio (JxC) luchará por defender 2 gobernaciones.
- En cuanto a la Cámara Baja, UxP tendrá que defender un mayor número de escaños que JxC (68 frente a 55). En el Senado, ambos deberán defender 11 lugares.
- Si JxC gana la elección por un amplio margen, quedaría al borde del quórum en el Senado con 36 bancas (quitándole la primera minoría al peronismo por primera vez desde 1983) y sería la primera minoría en Diputados (en torno a 120 bancas). Por su parte, un triunfo contundente de UxP le permitiría obtener la mayoría del Senado con 38 bancas, mientras que se mantendría la virtual paridad en Diputados (1/2 bancas a favor del actual oficialismo). En cambio, un triunfo más acotado le deja la primera minoría a JxC en la Cámara Baja.

## Intención de voto en las elecciones generales (octubre 2023)

Encuestas electorales sobre las elecciones presidenciales 2023, por partido

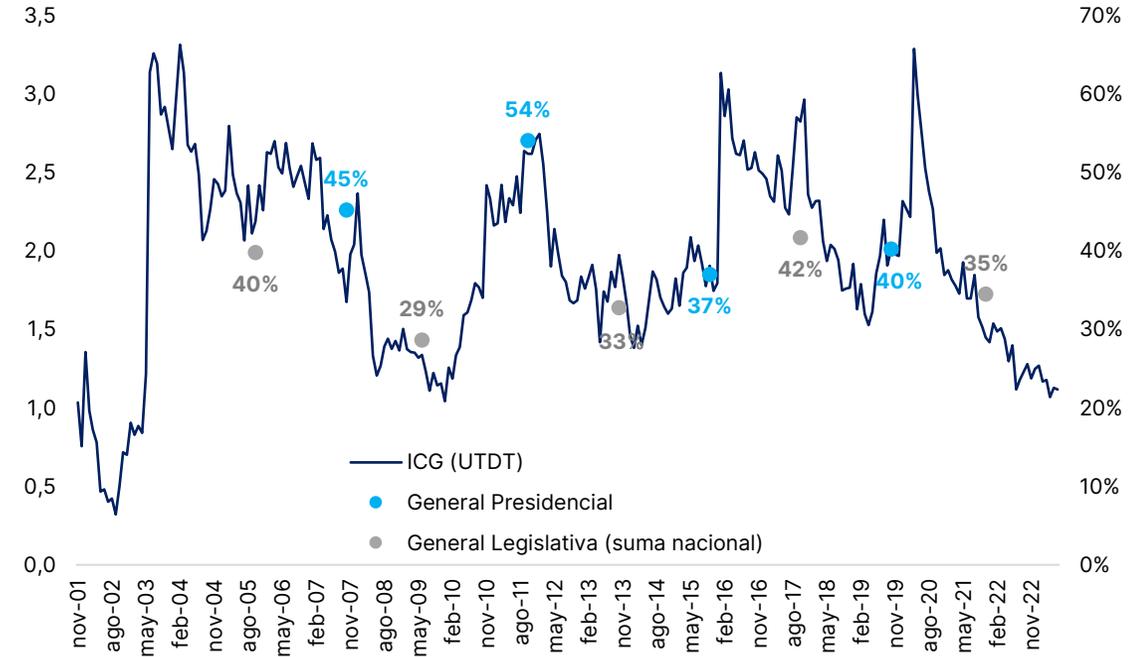


Fuente: [https://fedetiberti.shinyapps.io/encuestas\\_app/](https://fedetiberti.shinyapps.io/encuestas_app/)

Según el cientista político Federico Tiberti, agregando los resultados de las encuestas de los principales consultores hasta el 6 de julio, **la probabilidad del anteriormente anticipado escenario de tres tercios parece estar disminuyendo.**

JxC está ganando impulso y asumiendo una posición líder, mientras que el crecimiento de UxP (anteriormente conocido como FdT) continúa, aunque a un ritmo comparativamente más lento. En contraste, la intención de voto para Milei muestra una tendencia descendente desde su pico a mediados de mayo. **El declive en el apoyo al candidato libertario y en los votantes indecisos parece beneficiar a las dos principales coaliciones.**

## Índice de Confianza en el Gobierno y resultado electoral del partido gobernante



**El Índice de Confianza en el Gobierno** elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella **sigue la opinión pública sobre el desempeño del gobierno nacional.** El indicador muestra cierta correlación con el resultado electoral del partido gobernante en las elecciones presidenciales y de medio término.

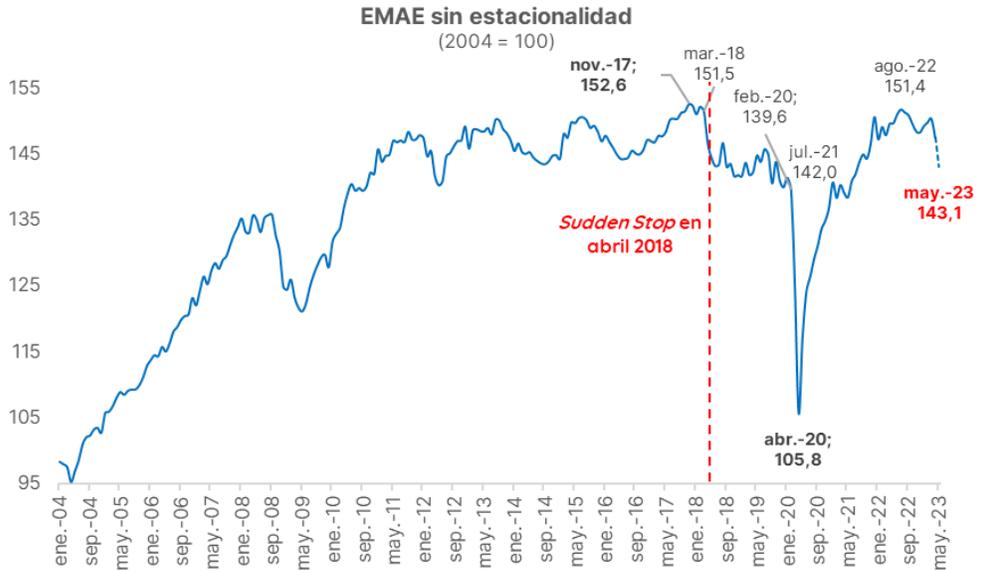
**De acuerdo con las últimas cifras del índice, que está en su punto más bajo desde 2009,** cuando la crisis financiera global coincidió con una de las sequías más severas de la historia y el enfrentamiento entre “campo” y gobierno post la fallida “Resolución 125”, UxP tendría una campaña mediocre en las próximas elecciones.

Provincia	Electorado (elecciones 2021)		Participación			Elecciones 2019		Elecciones 2023		Diferencia (pp)		Diferencia (pp a nivel nacional)	
	Millones	% Total	2019	2023	Diferencia (pp)	JxC	FdT	JxC	FdT	JxC	FdT	JxC	FdT
Córdoba	Elect	8,6%	72,8%	68,0%	-4,8	30,5%	0,7%	39,8%	2,2%	9,3	1,5	0,8	0,1
Mendoza (PASO)	1,47	4,2%	77,7%	66,4%	-11,3	42,1%	35,1%	42,7%	15,7%	0,5	-19,4	0,0	-0,8
Tucumán	1,27	3,7%	84,5%	83,7%	-0,8	19,5%	49,5%	34,1%	56,3%	14,6	6,8	0,5	0,2
Salta	1,06	3,0%	70,3%	69,5%	-0,8	26,3%	53,6%	17,3%	47,5%	-9,0	-6,1	-0,3	-0,2
Chaco (PASO)*	0,97	2,8%	-	58,4%	-	31,3%	49,5%	42,7%	36,8%	11,3	-12,7	0,3	-0,4
Misiones	0,95	2,7%	78,6%	71,0%	-7,6	16,7%	68,9%	26,6%	64,2%	9,9	-4,7	0,3	-0,1
Jujuy	0,58	1,7%	78,7%	74,7%	-4,0	43,8%	32,8%	49,6%	22,4%	5,8	-10,3	0,1	-0,2
Río Negro	0,56	1,6%	73,7%	68,2%	-5,6	5,7%	35,0%	23,9%	31,4%	18,2	-3,6	0,3	-0,1
Neuquén	0,53	1,5%	77,9%	76,2%	-1,7	15,0%	25,9%	36,9%	13,2%	21,9	-12,8	0,3	-0,2
Formosa	0,47	1,4%	75,4%	80,0%	4,6	28,9%	70,6%	20,2%	69,9%	-8,7	-0,7	-0,1	0,0
San Juan	0,58	1,7%	75,7%	70,8%	-4,9	33,9%	55,8%	51,2%	44,3%	17,2	-11,6	0,3	-0,2
San Luis	0,39	1,1%	77,6%	77,6%	0,0	34,5%	42,3%	52,9%	44,3%	18,4	2,0	0,2	0,0
La Pampa	0,29	0,8%	77,3%	73,9%	-3,4	31,8%	52,7%	42,1%	47,7%	10,3	-5,0	0,1	0,0
La Rioja	0,29	0,8%	81,0%	70,1%	-10,9	28,3%	41,0%	31,9%	50,6%	3,6	9,6	0,0	0,1
Tierra del Fuego	0,14	0,4%	73,9%	71,3%	-2,6	3,8%	55,0%	16,7%	51,3%	12,9	-3,7	0,1	0,0
<b>Subtotal</b>	<b>9,57</b>	<b>36%</b>										<b>2,9</b>	<b>-1,7</b>
<b>Nivel Nacional</b>	<b>34,80</b>	<b>100%</b>											

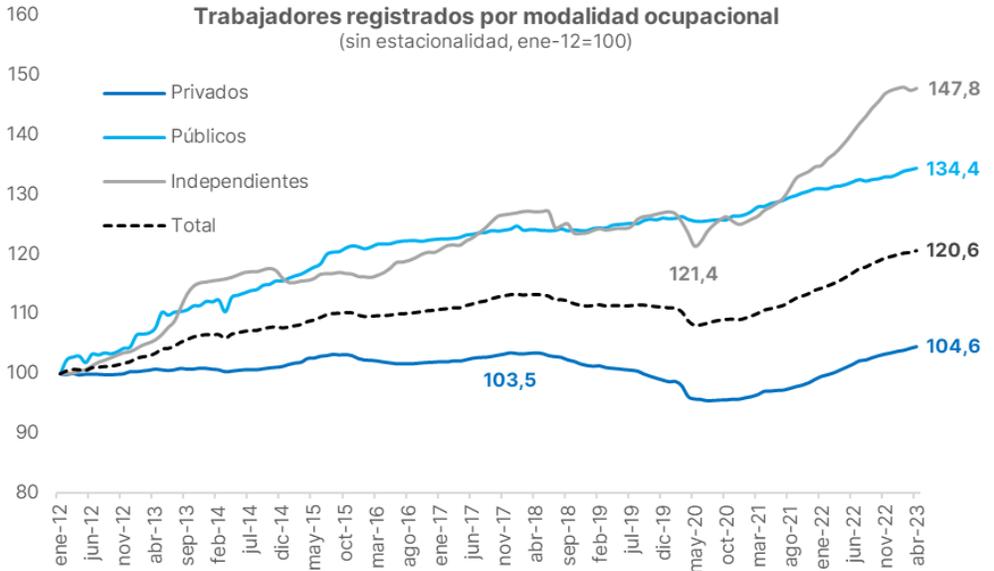
\* Las PASO fueron suspendidas en 2019. La comparación está hecha con las generales de ese año.

- Se celebraron elecciones provinciales en 15 de las 24 provincias (incluyendo CABA), representando al 36% de los 34,8 millones de votantes a nivel nacional.
- Una tasa de participación mucho más baja destaca como señal del cansancio de la gente hacia los políticos. En 12 de 14 provincias (las elecciones primarias fueron suspendidas en Chaco en 2019), la tasa de participación disminuyó con respecto a 2019.
- Juntos por el Cambio mejoró significativamente su desempeño en 13 provincias, destacándose Córdoba, Tucumán y las elecciones PASO en Chaco. Además, conquistó distritos antes hostiles como Neuquén, San Luis y San Juan, rompiendo con 60, 40 y 20 años de los mismos regímenes políticos, respectivamente.
- El Frente de Todos retrocedió en 11 provincias, siendo la más resonante la derrota en Mendoza (PASO).
- Los resultados mucho más bajos de lo esperado de La Libertad Avanza siembran dudas sobre la popularidad de Javier Milei a nivel nacional.

## Actividad en caída de corto y estancada de largo

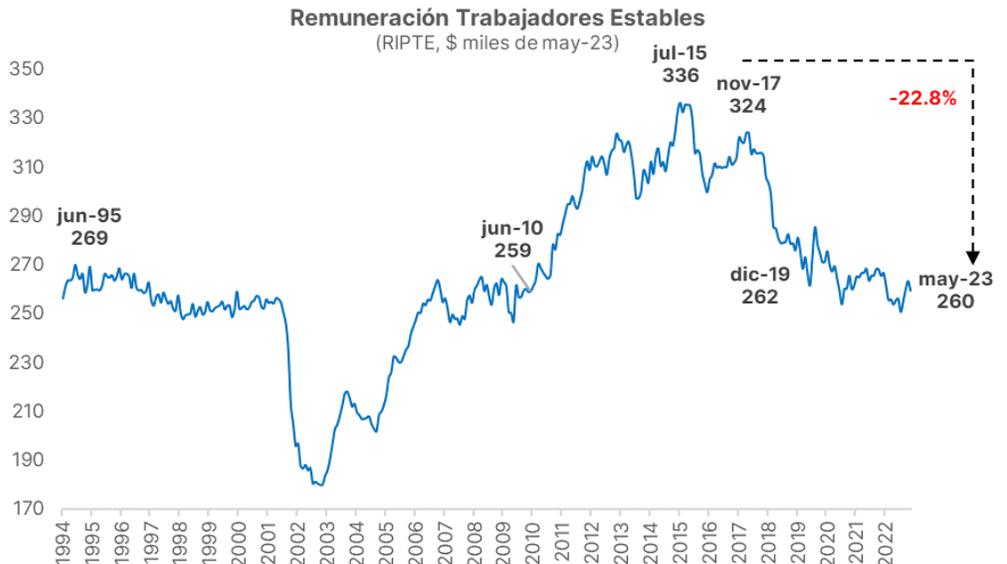


## Once años sin crear empleo de calidad

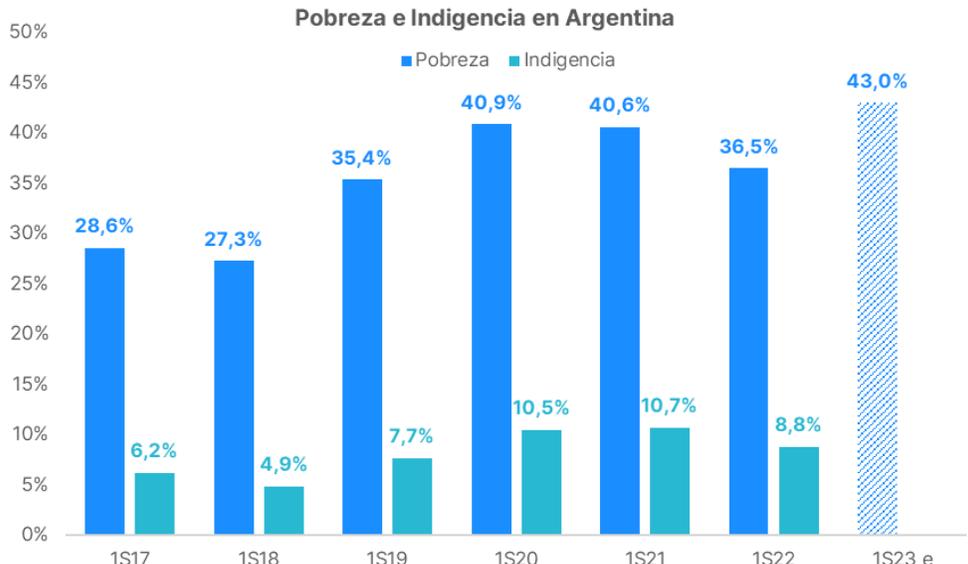


- La actividad habría profundizado su caída en mayo por la sequía (estimado -3% mensual), tras caer -1,9% mensual en abril, quedando 5,7% por debajo de jul-22. **Los niveles actuales son sólo 2,5% superiores a los pre pandemia (feb-20) y 6,2% inferiores al pico de nov-17;**
- El empleo "de calidad" (privado) sólo creció 1% desde el pico de abr-18 y 4,6% desde ene-12, frente a una población que creció 12%.** Esto se da en desmedro de un boom de Independientes desde jun-20 y crecimiento sostenido de Públicos desde 2012;
- El **salario real está 22,8% debajo del pico de jul-15** y 19,9% desde nov-17, casi sin cambios desde dic-19. Mismos niveles de jun-10 y fines de la década del 90;
- La pobreza llegaría a un récord de 43% en el 1º semestre**, muy superior al 35,4% del primer semestre de 2019. La aceleración inflacionaria podría deteriorar el cuadro en el 2º semestre.

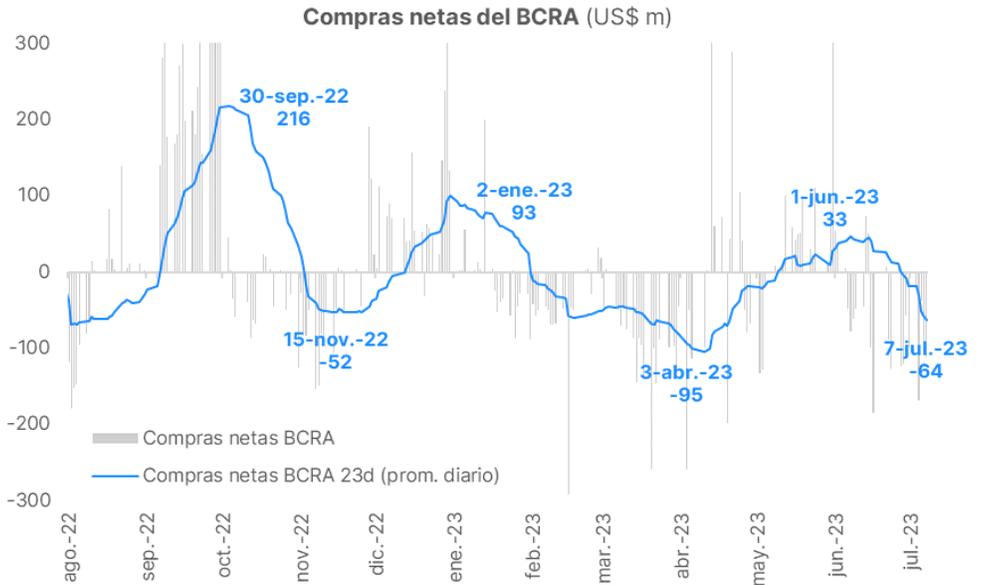
## Salario real estancado luego del desplome



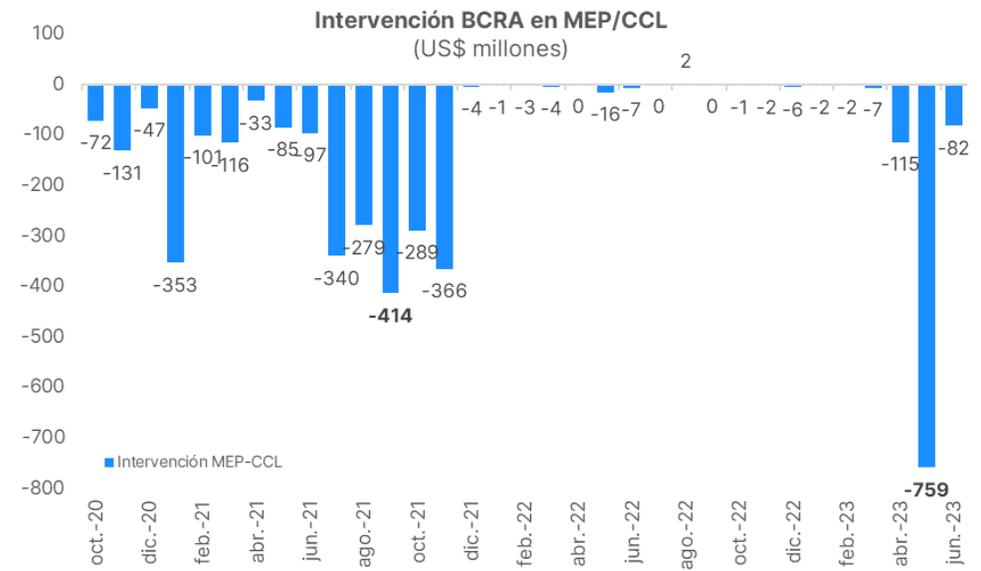
## Pobreza récord y empeorando



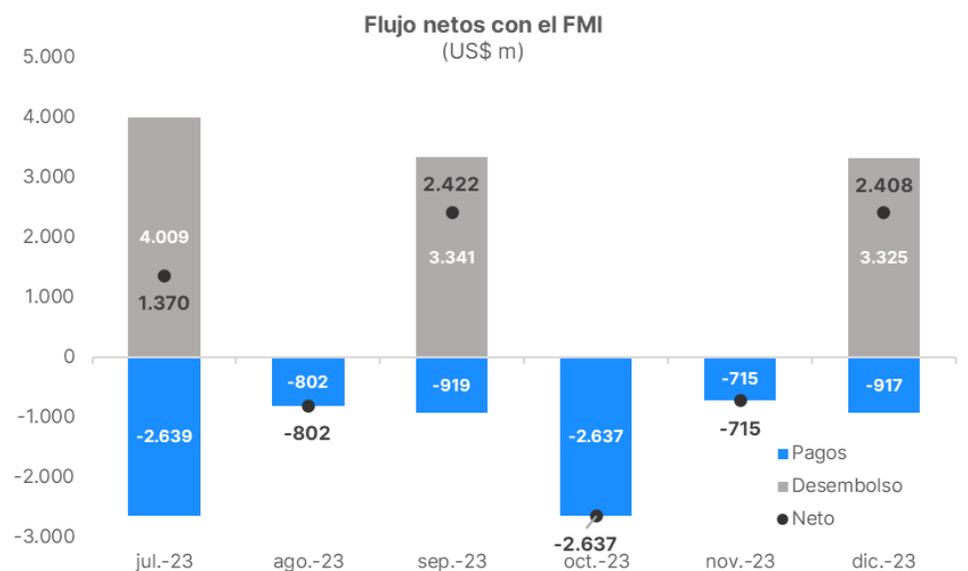
## Sin dólar "soja", el BCRA vende en el MULC



## La intervención oficial podría volver para contener la brecha



## ¿Cómo quedan los flujos netos con el FMI en 2023?

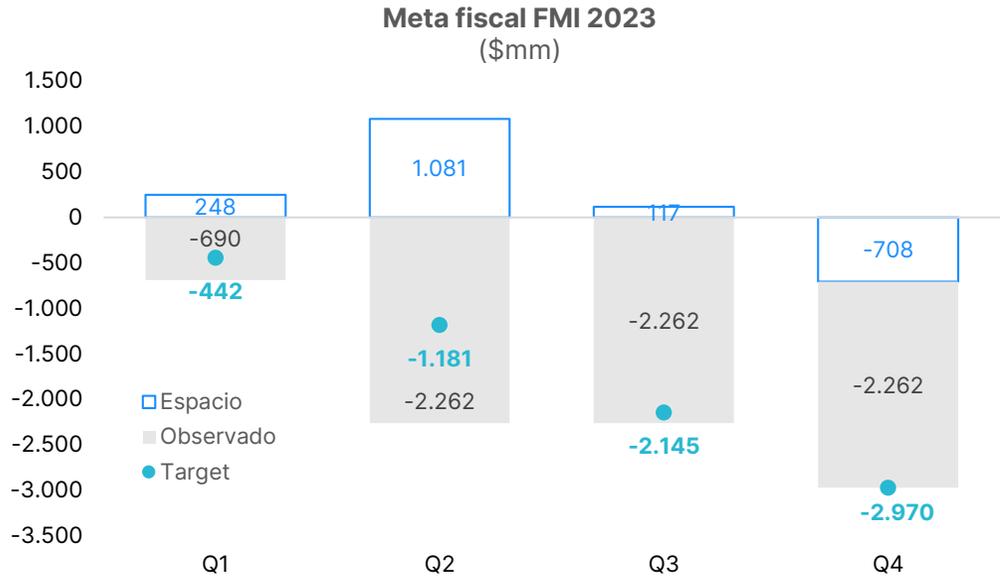


La evolución de las reservas netas (RIN) será determinante del grado de tensión con el que llegará la economía a las PASO.

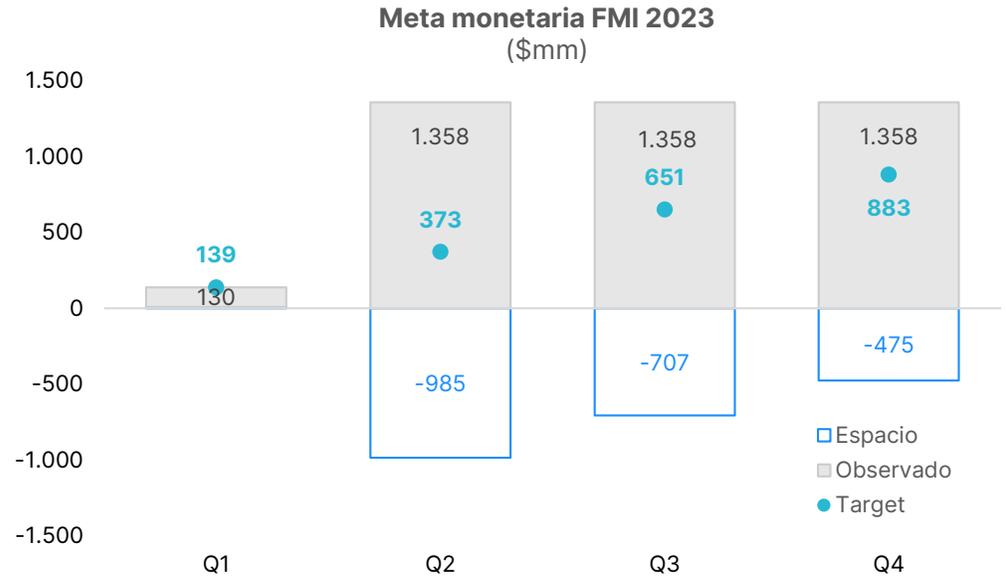
Por el lado del flujo, el MULC está repitiendo por tercera vez la historia de picos y valles del último año: la aceleración de la liquidación del agro por dólar "soja" incrementa las compras oficiales, para luego dar paso a un **desplome en la liquidación y ventas del BCRA**. En este tercer valle, el BCRA acumuló **ventas por US\$1.461m desde el 02/06**, equivalente a un rojo diario de US\$64m. En paralelo, el Central destinó US\$115m en abril y **US\$759m en mayo** (rompiendo el récord de US\$414m de sep-21) para contener la brecha cambiara. En junio, la intervención mermó a US\$82m, pero **no debe descartarse un retorno de la presión dolarizadora pre PASO**. El BCRA buscará evitar que la brecha escape de 100%, pero no tiene reservas. En cuanto al flujo con el FMI, negativo en -US\$362m hasta fin de mandato (30/11), como mucho maquillará la foto de las RIN transitoriamente (ver "La encrucijada del FMI"), **si es que no se entra en atrasos**.

Con estos elementos, las **RIN se hundieron a -US\$6.700 millones** (mínimos post convertibilidad). Si las ventas se sostienen en US\$64m diarios (sin dólar "soja" 4) y el BCRA no interviene la brecha (supuesto optimista), **bajarían hasta -US\$8.344m el 11/8** si sólo llega el desembolso de junio, lo que sería una postura intermedia entre un FMI "duro" y uno "laxo". RIN negativas siempre suponen un **riesgo latente de devaluación** (cuanto más negativas, mayor riesgo) que el oficialismo apunta a gestionar hasta diciembre gracias a la mejora en las expectativas. Paradójicamente, dicha mejora está inversamente relacionada con su performance en las PASO.

## El desvío de la meta fiscal sería relevante



## La meta monetaria fue incumplida



## ¿Cómo llegarían las reservas netas a las PASO?

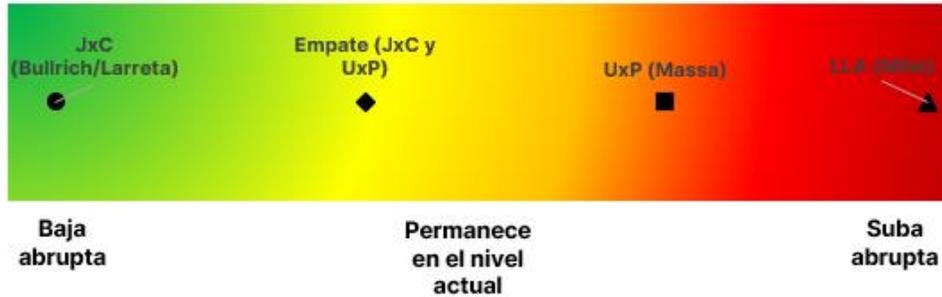


El escenario con el FMI mutó de “inminente adelanto de US\$10.800m” en abril a desembolso de junio atrasado 20 días, lo que es prueba suficiente del estancamiento en las negociaciones. **Argentina incumplió** la meta de RIN y fiscal del 1° trimestre (la monetaria sólo cumplida en lo formal) y **las tres en el 2° trimestre**. La fiscal se habría incumplido por \$1,08 billones, la monetaria por \$985.000m y la de RIN por casi US\$10.000m. La perspectiva es que el cuadro se agrave cuando la sequía impacte plenamente en reservas, recaudación y, en consecuencia, financiamiento monetario en el 2° semestre.

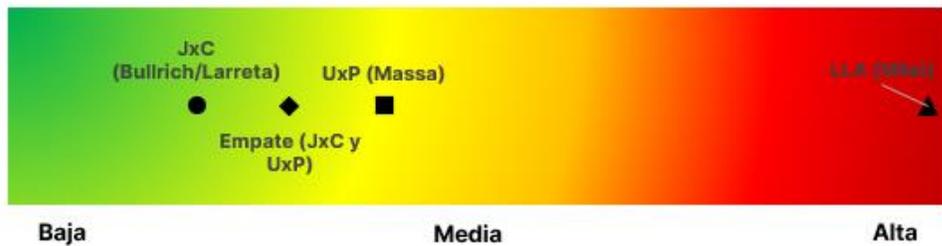
Para ceder, **el Fondo estaría pidiendo mayor ajuste fiscal y/o devaluación**. Las correcciones cambiarias irían desde aceleración del *crawling peg* hasta salto discreto del dólar, pasando por un impuesto a las importaciones de 30% (que operaría como una devaluación). **El gobierno sólo aceptaría, a regañadientes, una aceleración del crawling, siendo las otras alternativas una garantía de espiralización** (cuando la inflación habría cedido a la zona de 7% en junio/julio). En cuanto a lo fiscal, **no se vislumbran líneas relevantes del gasto para recortar sin ajuste estructural**, también inverosímil en contexto electoral.

Se abren múltiples escenarios que dependerán de la postura del FMI: i) Argentina paga el 31/7 US\$4.087m con yuanes y no recibe desembolso de junio de US\$4.000m; ii) se paga julio y se recibe desembolso de junio; iii) se paga julio y se recibe desembolso de junio y septiembre; y iv) se paga julio y se recibe junio, septiembre y diciembre. Las RIN serían -US\$12.346m en i), -US\$8.344m en ii), -US\$5.008m en iii) y -US\$1.673m en iv). **Vemos más probable el escenario ii) y menos probable el escenario iv)**. Al fin de cuentas, conseguir el adelanto sólo implicará mejorar transitoriamente la “foto” de las reservas, **pero no financiamiento adicional que permita incrementar la intervención en MULC ni CCL**.

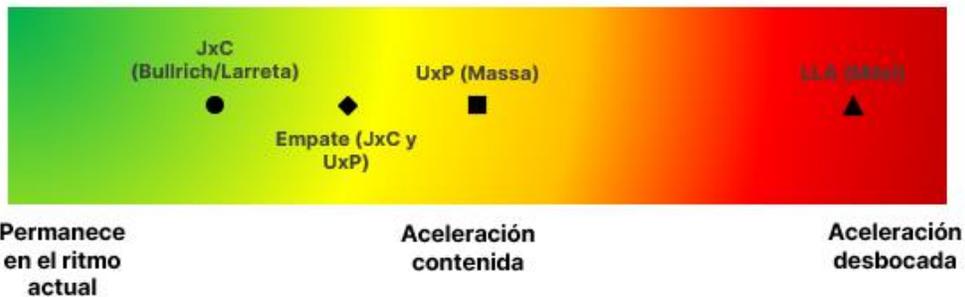
Evolución del CCL tras PASO 2023



Probabilidad de devaluación tras PASO 2023



Evolución de la inflación tras PASO 2023



Las elecciones primarias del 13 de agosto 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). Armamos los escenarios en base a triunfos de las tres fuerzas políticas con mayor intención de voto en las encuestas: Unión por la Patria (UxP) con Massa candidato, Juntos por el Cambio (JxC) con cualquiera de sus dos exponentes (Bullrich/Larreta) y La Libertad Avanza (LLA) con Milei a la cabeza. Por su parte, el último escenario plantea un empate técnico entre JxC y UxP.

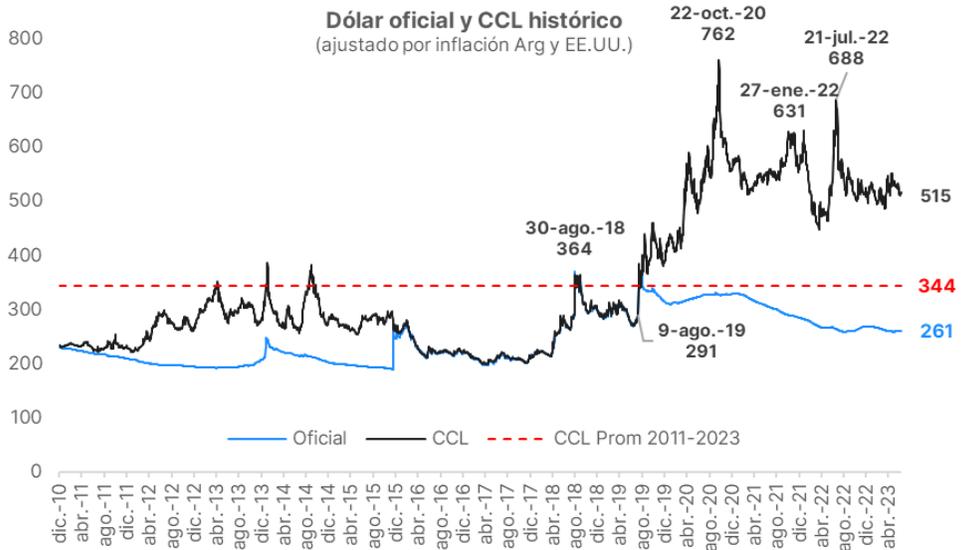
## 1) Escenario “Triunfo contundente de JxC”. Probabilidad de ocurrencia de 30%.

En caso de que JxC obtenga una victoria contundente en las PASO, tornando probable un triunfo en primera vuelta y una representación relevante en el Congreso (probablemente primera minoría en ambas cámaras), el *boom* de expectativas **reduciría significativamente la incertidumbre**. En consecuencia, **el CCL podría comprimir desde el nivel actual de \$515**. ¿Hasta dónde? Como referencia, el pico de la gestión Macri fue de \$364 de hoy, cuando se produjo un *overshooting* del tipo de cambio el 30/08/18 en pleno *Sudden Stop*, mientras que el nivel pre-PASO 2019 se ubica en \$291 de hoy. Podría buscar valores en ese rango. Dado que la brecha cedería cómodamente por debajo de 100%, **la probabilidad de un salto discreto del dólar oficial se reduciría** a la par que no se necesitarían nuevos torniquetes del cepo. No obstante, si los economistas de JxC insinúan que eliminarán rápidamente el cepo, la oferta del MULC retrocedería marcadamente, lo que podría precipitar la devaluación. En caso de no darse la devaluación antes de diciembre, el triunfo de JxC contendría **la inflación**, arribando a los dos dígitos mensuales recién en diciembre. Vemos inevitable que esto ocurra debido a la emisión monetaria que viene en camino para financiar por vías directas (Adelantos Transitorios) e indirectas (operaciones de mercado abierto) un déficit fiscal que se perfila a cerrar el año en 3,5/4% del PBI. En definitiva, vemos a este escenario como el que **tiene más chances de asegurar una transición presidencial sin mayores exabruptos**.

## 2) Escenario “Gana el oficialismo por amplio margen”. Probabilidad de ocurrencia de 25%.

Si Massa llegase a obtener una victoria aplastante en las primarias anticipando reelección del oficialismo, creemos que no será bien recibido por **el mercado**. El *rationale* sería que si bien es el más promercado dentro de UxP, el **kirchnerismo mantendrá una participación relevante en ambas cámaras, dificultando la imposición de una agenda de reformas**. En este escenario, esperamos que **el CCL tome impulso**. La relativa calma cambiaria observada desde mediados de mayo estaría fundamentada en que se comenzó a descontar un cambio de gobierno *market-friendly*. Por lo tanto, si esto último no se da, es posible que el CCL vaya a buscar como mínimo su valor ajustado por M3 privado (cantidad de pesos de la economía). Hoy en día, este valor teórico se ubica en \$607. Una visión más realista es que el CCL podría llegar a testear el pico de \$631 de hoy de enero 2022, cuando se creía que Argentina no iba acordar con el FMI, o el de \$688 de julio 2022 tras la renuncia de Guzmán en plena crisis de deuda en pesos.

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



## La brecha oscila en torno al 100%



Una escalada de estas magnitudes implicaría que la brecha se ubique largamente por encima de 100% e incluso oscile cerca de 150%. Este umbral fue solo alcanzado en plena crisis cambiaria de julio 2022 y superado durante cinco ruedas. Luego de oficializarse Massa como ministro de Economía, el *spread* comprimió rápidamente hasta 125% en un día e inició un camino descendente. Con un triunfo contundente de UxP, **no habría un ancla clara para contener la brecha** como ocurrió en aquel entonces. Imaginamos que **la estrategia del gobierno será ajustar aún más el cepo importador, impactando sobre el nivel de actividad e inflación**. Sin embargo, con un stock de reservas netas negativo en -US\$6.700m, que limita una eventual intervención en los dólares financieros, la brecha podría espiralizarse y, así, **potenciar en buena medida la probabilidad de devaluación**. Aun sin salto del dólar oficial, la **inflación se aceleraría** algo por encima de 10% mensual en algún momento entre agosto y diciembre, dado el endurecimiento del cepo, la perspectiva de *statu quo* y la dinámica monetaria, **pero no se espiralizaría**.

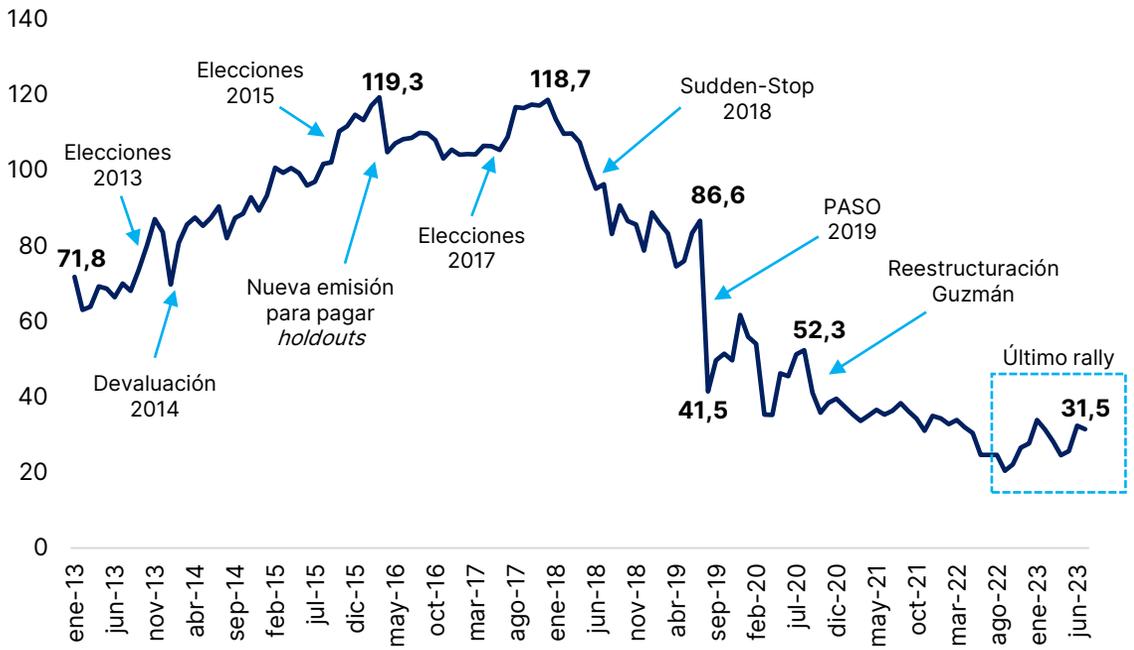
### 3) Escenario "Milei da el batacazo". Probabilidad de ocurrencia de 5%.

En este caso habría **mucha incertidumbre**. La LLA tendría **una representación débil en el Congreso** y, en principio, **no contaría con el apoyo de los gobernadores** (pertenecen a UxP, JxC o partidos provinciales). En otras palabras, estaría obligado a negociar con la oposición para poder sancionar leyes, lo que dificultaría implementar reformas estructurales. En este entramado político, vemos a JxC más colaborativo que a UxP. Dada la alta incertidumbre que conlleva este escenario, esperaríamos que el CCL se dispare a valores similares a los del pico de \$762 de hoy de octubre 2020. En consecuencia, **la brecha cambiaria excedería largamente el umbral de 200%**, algo inédito desde fines de los '80. Sería **prácticamente inevitable un salto discreto del dólar oficial** en este escenario, ya que la oferta del MULC desaparecería. Así, la inflación se aceleraría rápidamente a los dos dígitos y la **espiralización** sería inexorable. En pocas palabras, este escenario es el que **mayor riesgo representa para la transición presidencial**.

### 4) Escenario "Empate entre JxC y UxP". Probabilidad de ocurrencia de 40%.

En este contexto, **vemos poco probable que se defina el próximo presidente en las elecciones generales del 22/10**, dado que la primera fuerza debería obtener más de 45% de votos o al menos 40% y una diferencia de 10 pp respecto al segundo. Entraríamos a un **escenario de balotaje**, extendiéndose la definición presidencial hasta el 19/11. Ante la incertidumbre de quién será el elegido, **el CCL oscilaría cerca de los niveles actuales**, ya que se netearía el efecto de un triunfo de JxC (apreciación del peso) y uno de UxP (depreciación). Si la balanza se inclina hacia alguno de los candidatos, el CCL podría definirse por una tendencia alcista o bajista. En este escenario, **la probabilidad de una devaluación es mayor que si gana la oposición, pero menor que si sale victorioso el oficialismo**. Un ajuste adicional del cepo le compraría tiempo al gobierno hasta diciembre, superando el **100%** pero sin llegar a los picos previos de 150/160%. En línea con un cepo más duro, esperamos que la inflación se acelere más que con una victoria de JxC (la contiene), pero menos que con una oficialista (sin anclas). Este escenario sería el **second best para garantizar una transición presidencial lo más ordenada posible**.

**Precio promedio bonos soberanos (Ley NY)**  
(US\$)

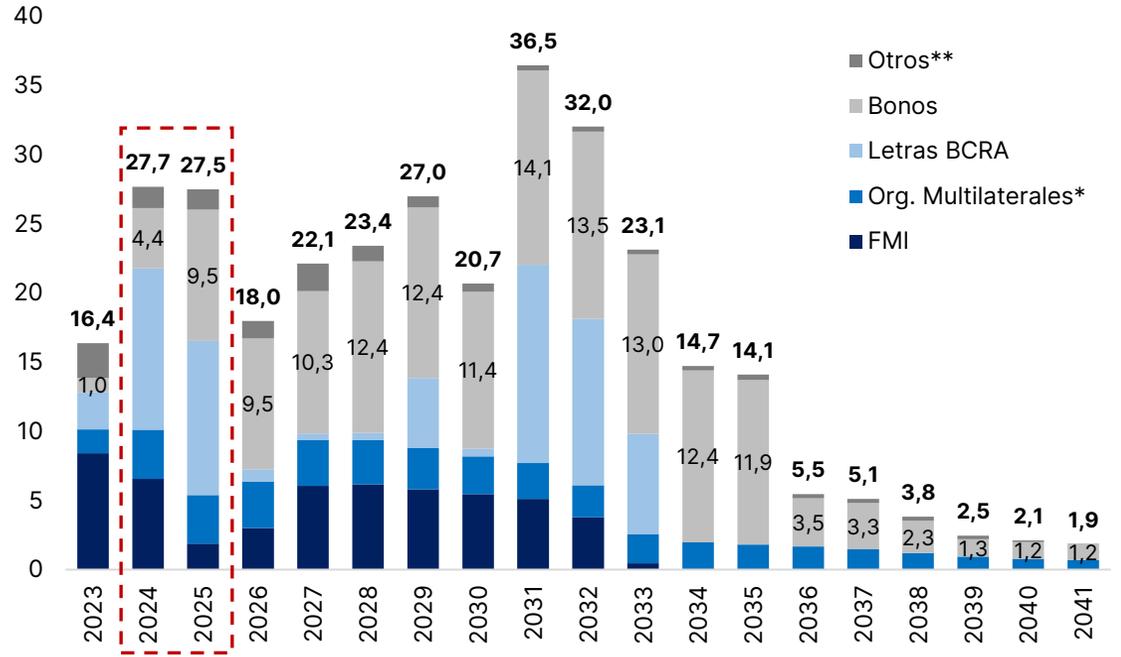


Nota: Construido en base a cotizaciones de GJ17, DICY, GD29, GD30, GD35, GD38, GD41 y GD46.

Tras varios meses complicados, los bonos soberanos retomaron su recuperación en el tercer bimestre del año. Junio redondeó el mejor desempeño mensual de los Globales desde la reestructuración. Mirando los precios de referencia de los últimos 10 años, se observa que hoy tienen más posibilidad de *upside* que lo que veíamos antes de las elecciones del 2015. De hecho, durante 2013-2015, estos bonos estaban valorados más alto que ahora, incluso los que tenían una mayor *duration* que los actuales.

No obstante, hay que tener en cuenta que los desafíos macroeconómicos que se le presentarán al próximo gobierno son mucho más grandes que los que tuvo que enfrentar el gobierno de 2015. Aunque haya un cambio hacia políticas más *market friendly*, parece bastante difícil evitar una reestructuración.

**Perfil de vencimientos en moneda extranjera**  
(en US\$ miles de millones)



Notas: (\*) Organismos Multilaterales incluye BCIE, BEI, BID, BIRF, CAF, FIDA, FONPLATA y OFID. (\*\*) Incluye préstamos bancarios, préstamos bilaterales, Club de Paris, Letras del Tesoro y Avaes.

Los vencimientos que se aproximan en los próximos años, especialmente entre 2024 y 2025, van a resultar en necesidades de financiamiento para el Tesoro que van a ser difíciles de afrontar.

Hablando en términos de deuda en moneda extranjera, se avecinan vencimientos por US\$ 4,4 billones en 2024 y US\$ 9,5 billones en 2025. Y esto sin contar la renegociación de la deuda con el FMI, los vencimientos con Organismos Multilaterales y la necesidad de recapitalizar las alicaídas reservas netas del BCRA. Un detalle no menor es que Argentina no requiere juntar ese dinero, si retoma el acceso al mercado de capitales. Allí debería estar el objetivo del próximo gobierno.

**Precio de bonos Globales y tenencias de residentes**  
(en US\$ y % del total emitido)

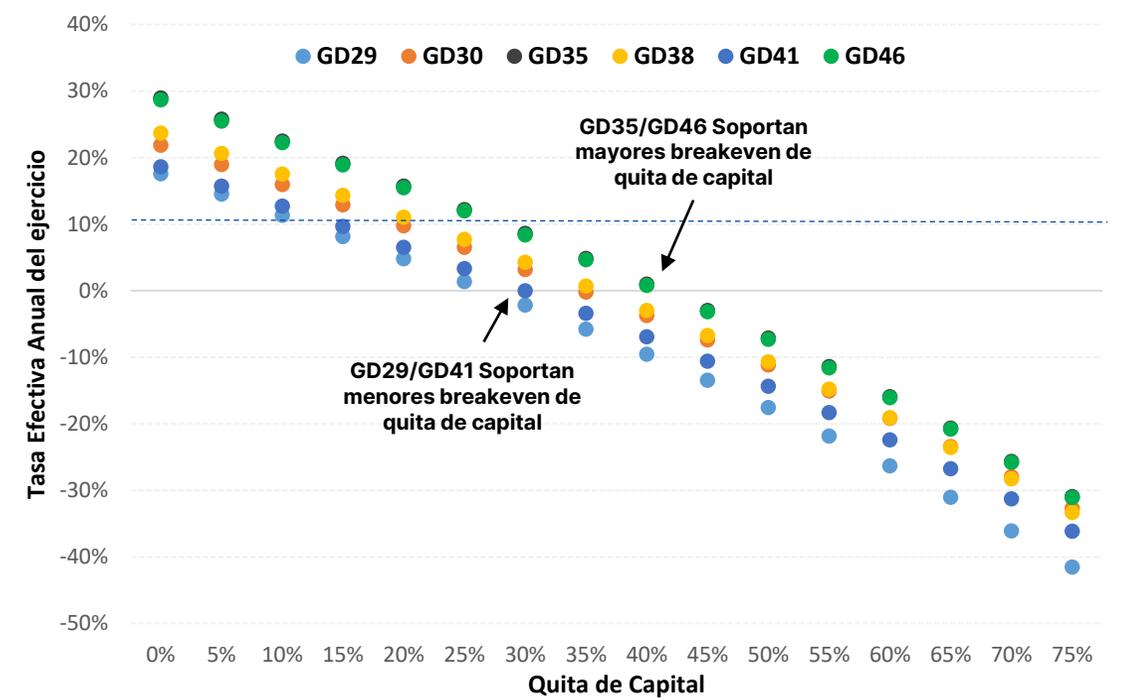


Nota: (\*) Precio de los Globales ajustado por su beta y mercados emergentes. (\*\*) Tenencias de GD30, GD35 y GD38. No se cuenta con datos para GD29, GD41 y GD46 de *outstandings* menores.

A pesar de los riesgos, desde mediados de 2022, los Globales experimentaron un alza superior a la de sus pares emergentes (incluso después de ajustar por la diferencia de betas). **Además, la suba se dio en un contexto en que los inversores no residentes redujeron posición en bonos soberanos locales, dejando una posición técnica más limpia.**

**Sin embargo, continúan cotizando una reestructuración agresiva, dejando espacio para un alza interesante en caso de que las condiciones sean menos hostiles de las esperadas.** Los GD35 y GD46 soportarían un mayor recorte de principal. Suponiendo un recorte del 25% y una extensión de plazo de 5 años, la ganancia potencial todavía superaría un rendimiento del 10%. Además, estos dos títulos, presentan tasas corrientes del 12%, entre las más atractivas dentro de los Globales.

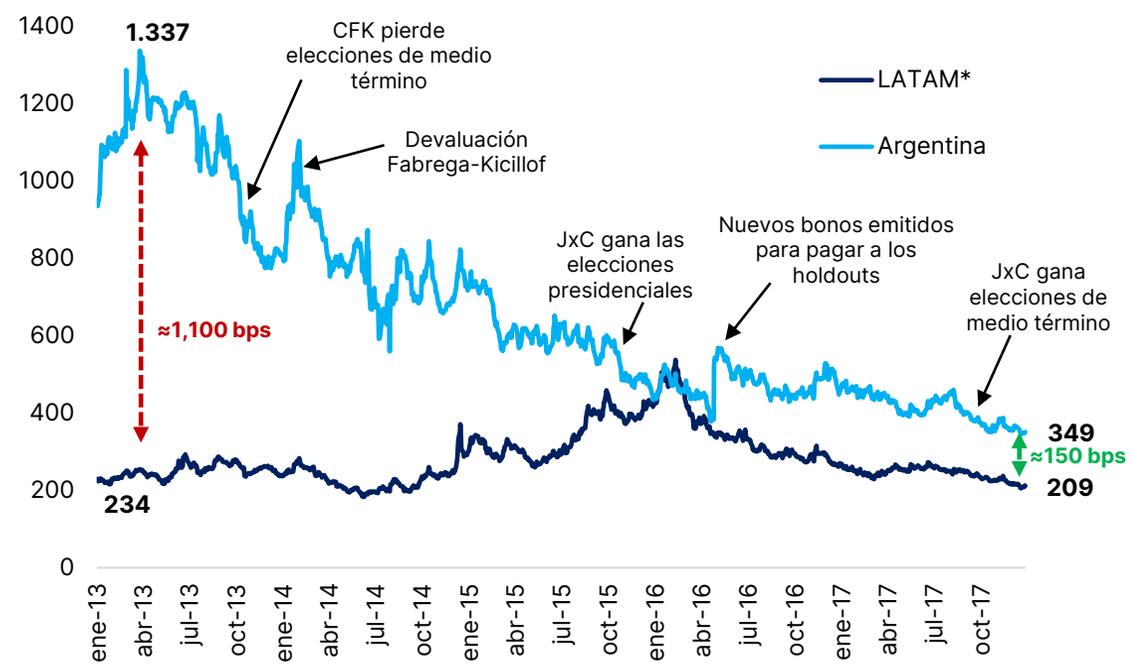
**Simulación: Retorno Total ante diferentes quitas de capital**  
(a mayo 2025)



**Supuestos de la simulación:**

- (i) El ejercicio asume un default en diciembre de 2024 (un año después de que asuma la nueva administración), y un período de negociación de 5 meses antes de que los inversores reciban los nuevos instrumentos (mayo de 2025).
- (ii) Suponemos una tasa post-reestructuración del 15%, lo que no parece ser una suposición extremadamente optimista. En definitiva, este supuesto conservador podría otorgar algún alza adicional.
- (iii) Nuestra simulación asume una extensión de vencimiento de 5 años, sin cambios en los cupones y diferentes recortes del principal. Dados los precios actuales, la posible nueva estructura del instrumento y los pagos intermedios, calculamos el rendimiento total para cada escenario.

**Riesgo país (EMBI+)**  
(en puntos básicos)

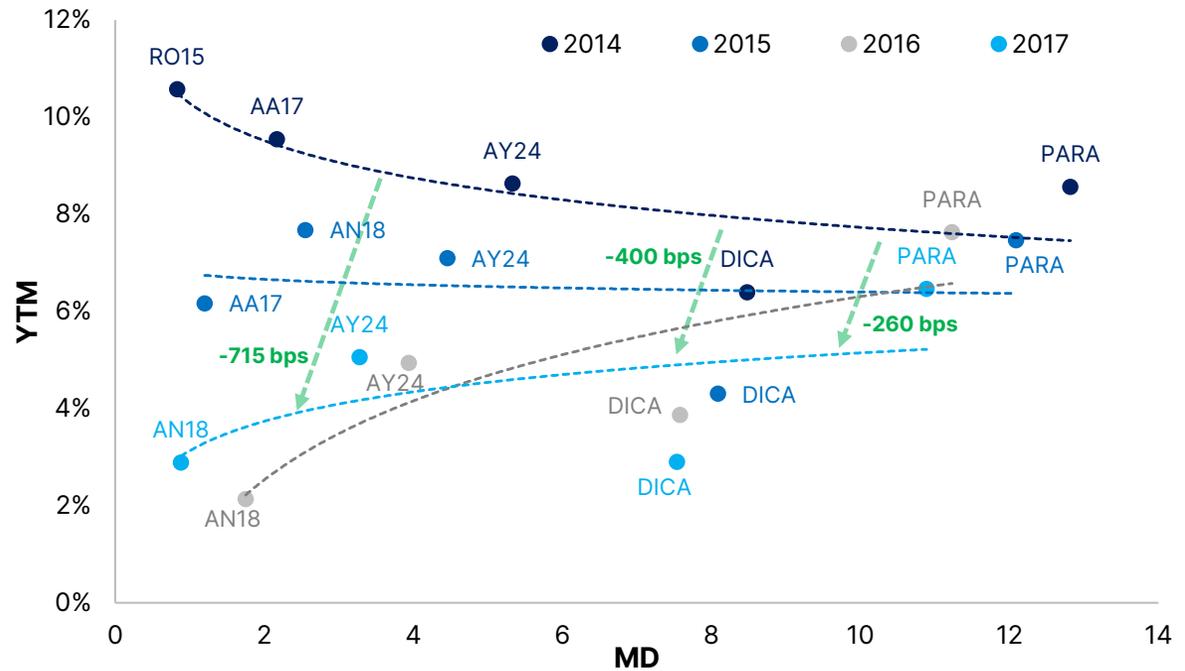


Nota: (\*) Promedio simple del EMBI+ de los siguientes países: Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, y Uruguay.

**El rally observado en los activos argentinos en 2015 fue significativo.** Si examinamos la evolución del riesgo país, los bonos soberanos redujeron la brecha con respecto a sus pares latinoamericanos desde un pico de aproximadamente 1.100 pbs hasta 150 pbs en el transcurso de 2 años, en la medida en que las encuestas anticipaban cada vez más la victoria de un gobierno amigable con el mercado en las elecciones presidenciales.

En este sentido, los **rendimientos de los bonos soberanos** denominados en dólares bajo la ley local **comprimieron a lo largo de la curva entre 715 y 260 pbs a lo largo de 3 años (2014/2017).**

**Curva de bonos soberanos en dólares (Ley local)**

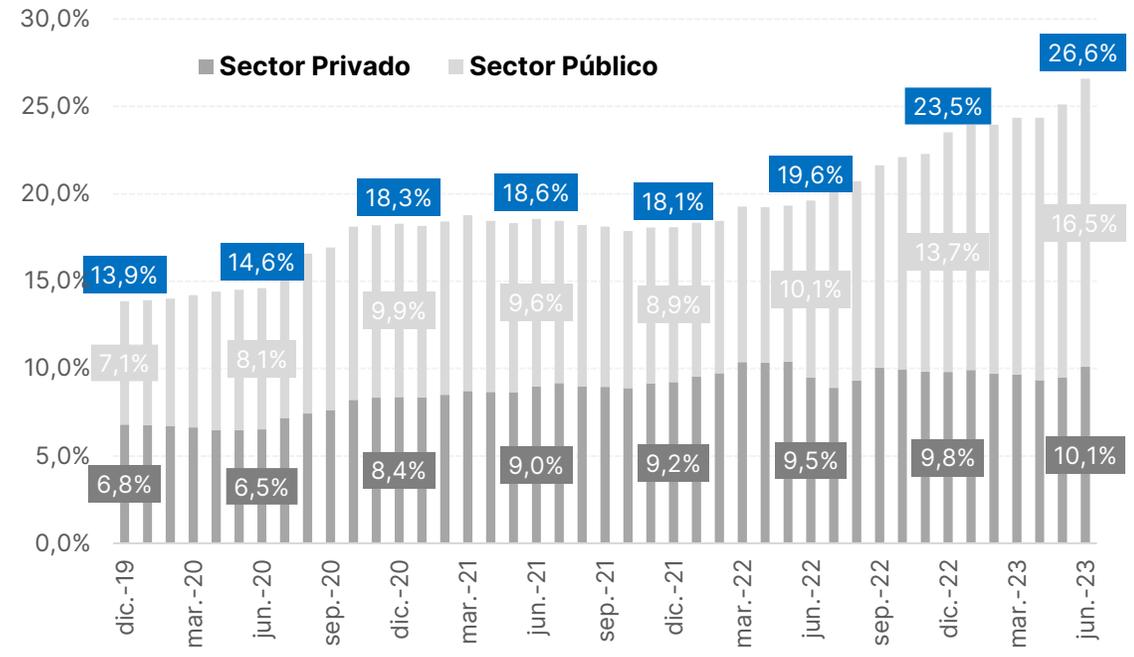


Nota: Al 31 de Diciembre de cada año.

**¿Impactó el deterioro macro de ese momento?** En definitiva, los instrumentos financieros son el flujo de pagos futuro descontado al presente. **Aunque la situación presente sea negativa, si la percepción de un futuro más razonable gana la pulseada, los activos pueden comportarse de forma "contraintuitiva" frente al deterioro actual.** Nuestra referencia de bonos Ley NY trepó 19,5% en el segundo semestre de 2015, y a la par las reservas netas llegaban al mínimo de CFK (-US\$5.000m), el déficit primario fue 3,8% del PBI y la "bomba" de ROFEX del BCRA creció hasta US\$17.500m (máximos históricos).

Cabe destacar que nos estamos refiriendo solamente a los bonos que se encontraban *performing* en 2015 (todavía no se había solucionado el problema de los *holdouts*).

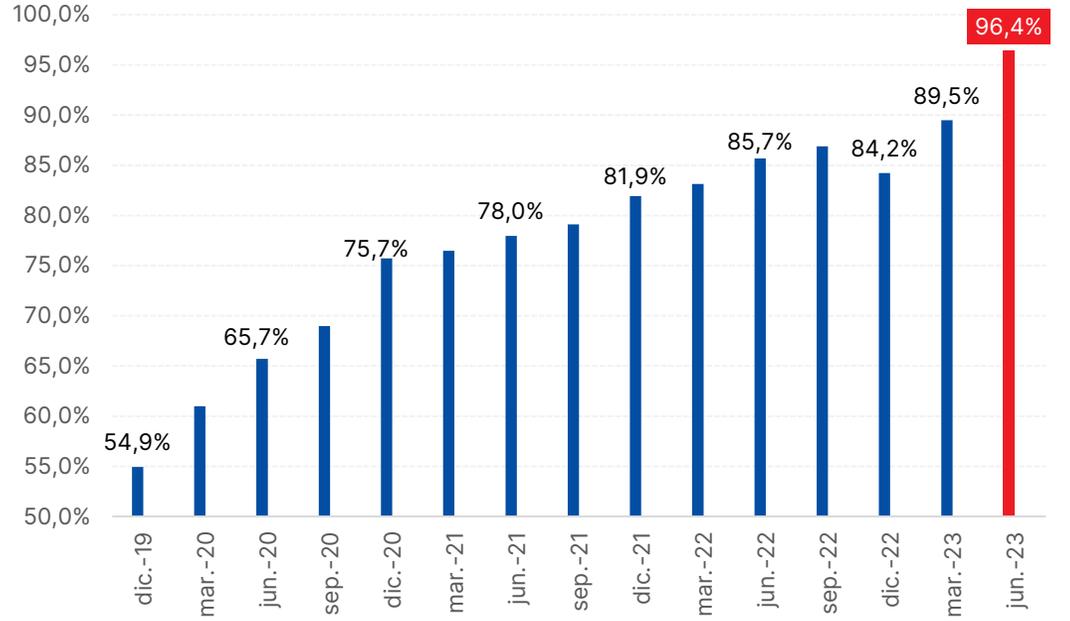
**Evolución de la deuda en pesos por acreedor**  
(como % del PBI)



La deuda en pesos refleja un incremento sostenido en términos del PBI desde diciembre de 2019, pero que se exacerbó desde junio del año pasado. A finales de 2019, el stock de deuda en pesos total representaba 13,9% del PBI y alcanzó los 18,1% en diciembre 2021. A partir de allí, trepó hasta 23,5% en diciembre pasado y tocó el 26,6% del PBI al último 30 de junio.

La mayor parte de este crecimiento fue gracias a un aumento considerable de la tenencia relativa de deuda en pesos por organismos del propio sector público: ANSES y BCRA. De hecho, desde diciembre de 2021, la deuda en pesos en manos del sector público creció 8,5pp (16,5% del PBI) frente a una pobre suba de 0,9pp de la tenencia privada (10,1% del PBI). La disminución del apetito privado genuino (no regulado) fue compensado por un QE (*Quantitative Easing*) que ronda el 4,3% del PBI desde la crisis del mercado de pesos de junio/julio 2022.

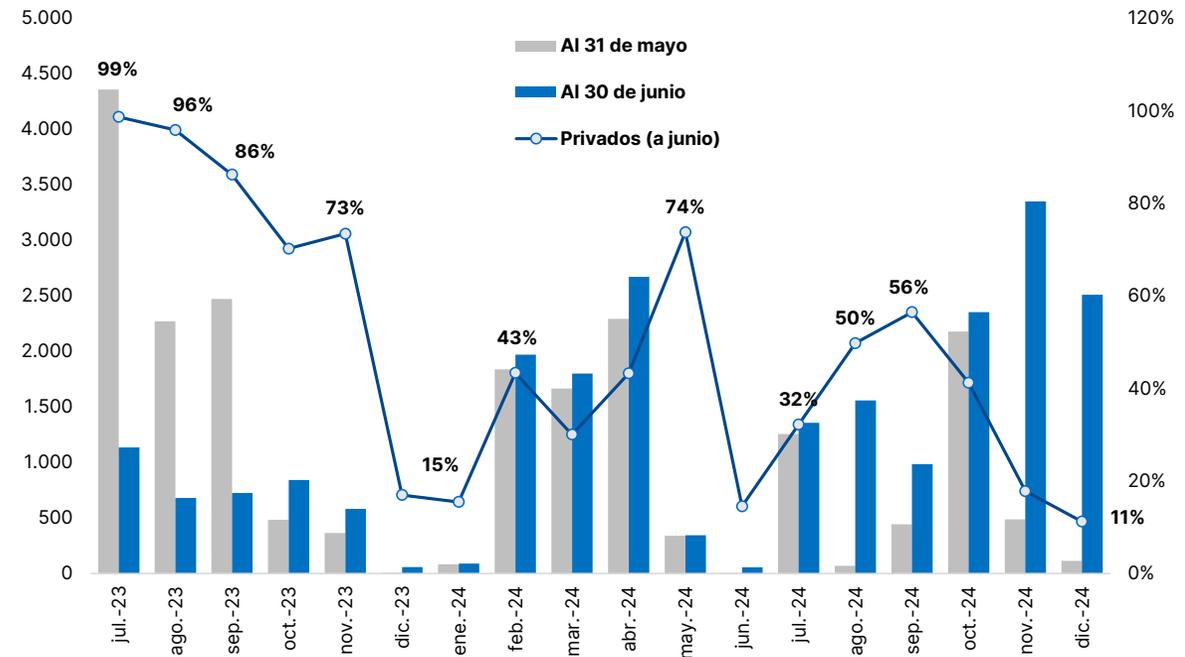
**Componente indexado de la deuda en pesos**  
(como % del stock total)



Financiar el desajuste fiscal, con el mercado internacional de capitales cerrado, no fue inerte para la deuda doméstica. Sin embargo, el incremento de magnitudes del stock no fue el único problema. **Sostener la demanda de los inversores privados requirió ofrecer instrumentos ajustables por inflación o tipo de cambio oficial (o ambos; duales) en mayor medida.** El 96,4% de la deuda en pesos está conformado por instrumentos indexados frente al 54,9% que había en 2019.

A pesar de la mayor participación pública, el componente indexado de la deuda en pesos trepó de forma brusca en lo que va del año. Desde diciembre de 2022, la deuda en manos del sector público creció de 58,3% a 62%, pero eso no detuvo la "indexación" del stock que trepó de 84,2% a 96,4% del total.

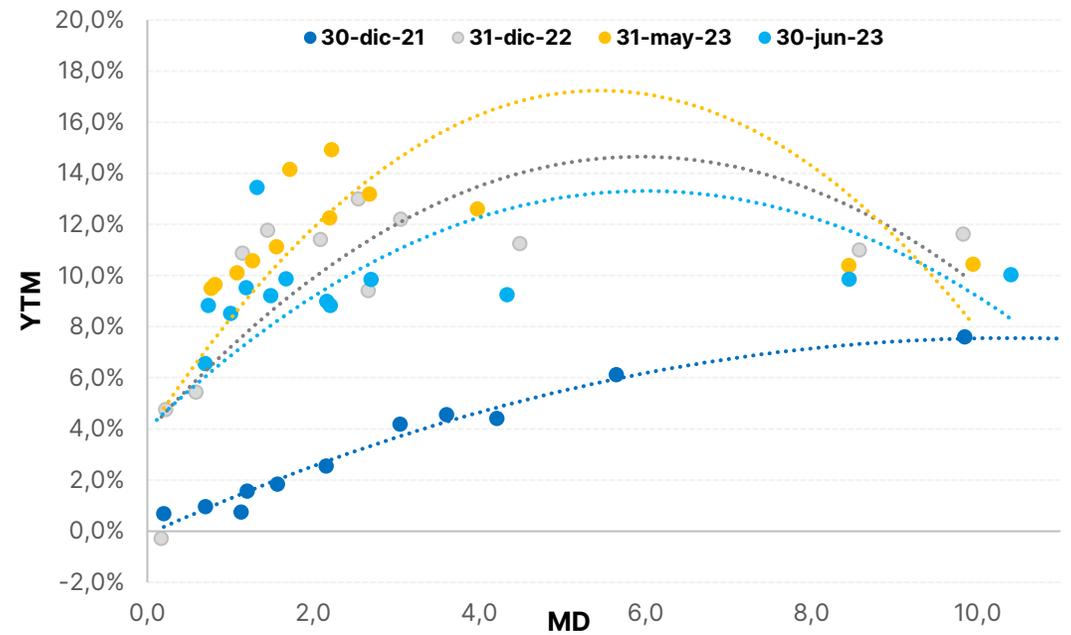
### Perfil de vencimientos de la deuda en pesos (en \$ millones)



Las últimas operaciones de deuda llevadas a cabo por el Tesoro limpiaron buena parte de los vencimientos que restaban en el año. ¿Cuáles fueron las razones? Primero, el canje. Finanzas obtuvo un 78% de aceptación en los instrumentos elegidos para ser *swappeados* por títulos con vencimientos en 2024 y 2025. Sin embargo, vale aclarar que de la deuda elegible casi el 65% estaba ya en manos públicas.

El total de los pagos del segundo semestre alcanzan los \$4,02 billones (85% privado) en comparación a los \$9,95 billones previo al canje. Como detalle adicional, en las licitaciones del último trimestre la vida promedio de los instrumentos colocados trepó hasta 280 días frente a 169 días en el primer trimestre del año. Así, la vida promedio de la deuda total aumentó tímidamente de 2,17 a 2,4 años. Como referencia, esta misma métrica rondaba los 4 años al final de la administración pasada.

### Evolución de la curva soberana CER (en diferentes momentos del tiempo)



El futuro de la deuda en pesos es uno de los puntos calientes dentro del mercado. El riesgo de una salida desordenada del CEPO implica un riesgo para la deuda en pesos del Tesoro y del BCRA. Sin embargo, el último canje del Tesoro, los resultados abultados de las licitaciones en junio, la mayor expectativa de una transición ordenada (Massa candidato) y un plan de estabilización exitoso durante el inicio del próximo Gobierno, redujeron la percepción de ese riesgo.

A partir de estas razones, observamos una compresión interesante en el tramo medio de la curva CER frente a los niveles de fines de mayo. ¿Dónde estaba la curva antes de la crisis de la deuda en pesos de 2022? A pesar de la tímida recuperación en junio, las tasas de los bonos soberanos CER todavía se encuentran entre 400/600 puntos básicos en la parte media, y 250/300 puntos básicos en la parte larga, por encima de los niveles de diciembre 2021.

En los últimos meses, las estrategias dollar-linked fueron ganando terreno, en la medida en que el mercado comienza a descontar una brecha cambiaria menor para los próximos años. Creemos que en el mediano plazo es inevitable que el tipo de cambio oficial y los dólares financieros se unifiquen. Una devaluación exitosa requiere un plan fiscal sólido, y el actual gobierno carece de confianza del mercado para hacerlo. Por lo cual, prevemos que el ajuste lo hará el próximo gobierno, posiblemente en algún momento del 2024.

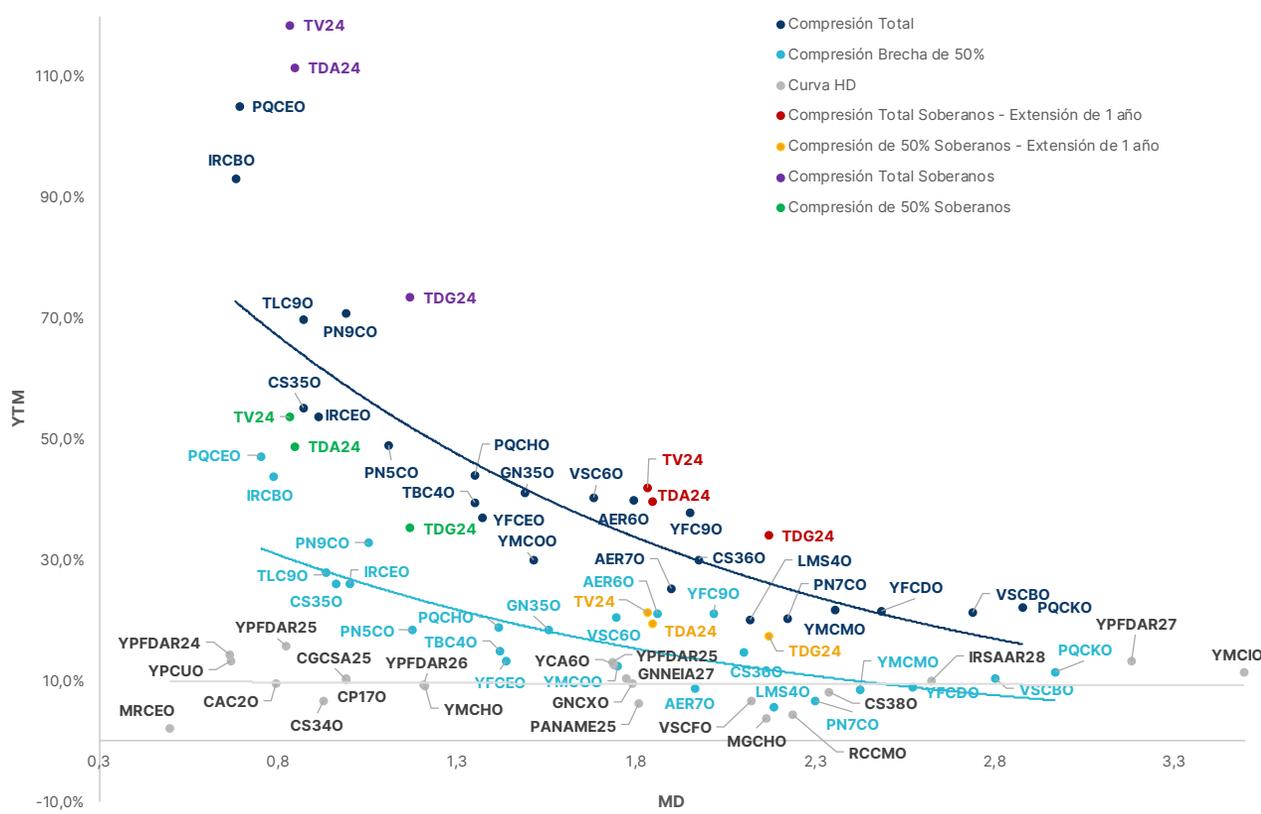
En el caso de los DL corporativos, la calidad crediticia es crucial, por la posibilidad de que un salto del tipo de cambio afecte la solvencia de las empresas. Nos inclinamos hacia industrias con ventas en dólares, como el energético. Los bonos soberanos prometen más rendimiento a las ONs DL, aunque dependerán de la evolución de los riesgos soberanos que describimos previamente. Aun así, incluso suponiendo una extensión de plazo de un año en el pago, los retornos esperados son atractivos.

Evaluamos diferentes escenarios de pagos futuros y concluimos que la compresión de la brecha cambiaria beneficiaría a los instrumentos, superando las alternativas corporativas hard-dollar. Los bonos Duales, con su opción de inflación, podrían reducir desventajas en escenarios menos favorables (si la brecha cambiaria permanece igual o aumenta).

**Escenarios de compresión de brecha**  
Rendimiento Anual Soberanos DL/Dual

	TV24	TDA24	TDG24
<b>TIR Actual</b>	-6,0%	-9,1%	-4,5%
<b>TIR Post Compresión de Brecha</b>			
Sin Compresión	-6,0%	-9,1%	-4,5%
Compresión Total	118,5%	111,5%	73,5%
Compresión del 50% de la Brecha	53,8%	48,8%	35,3%
Incremento de Brecha a 160%	-70,7%	-72,1%	-58,6%
Reest + Compresión Total	42,0%	39,8%	34,1%
Reest + Compresión del 50%	21,4%	19,4%	17,5%

**Simulación de compresión de brecha cambiaria**  
Rendimiento ONs Dollar Link



En este ejemplo consideramos dos escenarios:

- i) El tipo de cambio oficial converge al CCL (actualmente al 98%)
- ii) El tipo de cambio oficial como el CCL se encuentran en el nivel del CCL con una brecha del 50%.
- iii) Los bonos DL soberanos incluyen una extensión de plazo de 1 año.

## Simulación apreciación cambiaria luego de una unificación Rendimiento bonos CER

TCR	Período	Apreciación real	PARP	CUAP	Promedio
94,5	MM 2016-17	49%	44,0%	43,4%	43,7%
123,1	MM 2018-19	34%	29,7%	29,3%	29,5%
<b>136,2</b>	<b>Promedio hist.</b>	<b>27%</b>	<b>24,6%</b>	<b>24,3%</b>	<b>24,4%</b>
137,3	CFK 2008-11	26%	24,2%	23,9%	24,0%
146,2	CFK 2012-15	21%	21,1%	20,9%	21,0%
160,3	NK 2003-07	14%	16,8%	16,6%	16,7%
198,3	AF 2020-Hoy	-7%	7,4%	7,2%	7,3%

## Simulación reestructuración AL41

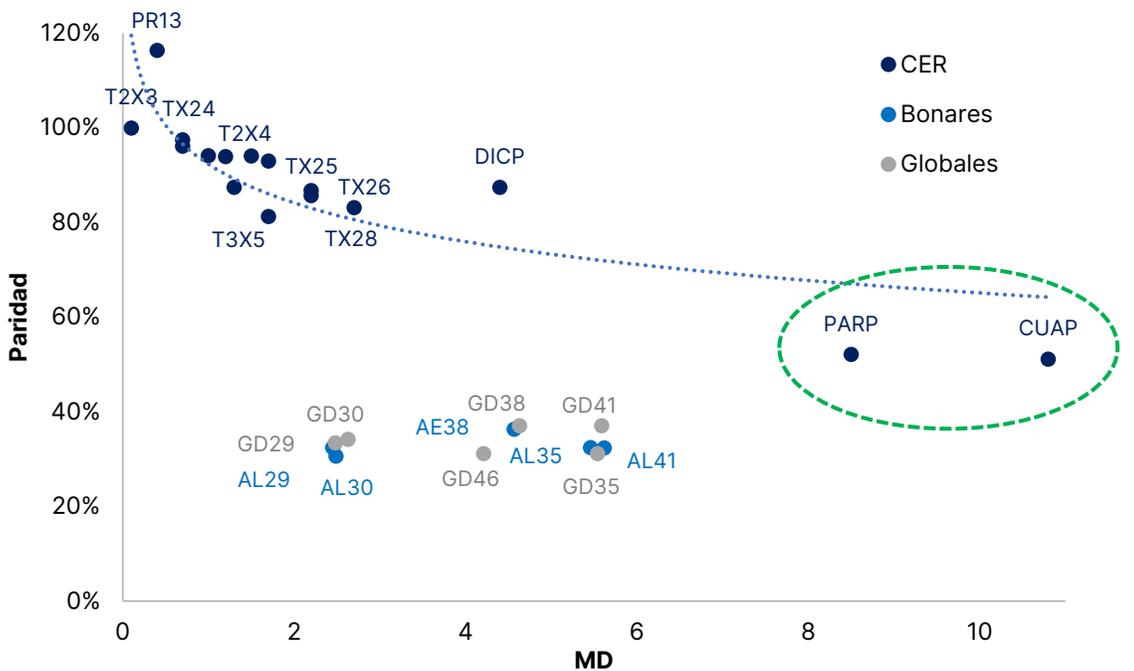
Haircut	Extensión de plazo		
	Sin extensión	2 años	5 años
0%	43,9%	37,8%	31,0%
10%	38,5%	32,6%	26,1%
20%	32,6%	27,1%	20,9%
30%	26,4%	21,2%	15,3%

Exit yield 15%

**¿Hay valor en los bonos largos ajustados por CER?** Vemos dos puntos a favor. En primer lugar, actualmente, el Tipo de Cambio Real (TCR), valuado al dólar financiero, se ubica en niveles similares a los observados a la salida de la convertibilidad (junio 2002). En un contexto donde una nueva administración logre implementar un **programa económico exitoso, es probable que el peso se aprecie**, acercándose más a su promedio histórico. Además, las **bajas paridades** del PARP y CUAP comparado al resto de la curva indican que hay lugar para un *upside*.

**¿Es esto suficiente para que sea un trade?** La jugada presenta varios riesgos y asumir algunos supuestos osados. Primero, tenemos que suponer que ese tramo de la deuda en pesos no va a ser reestructurada. Ello es probable, dado que estos títulos (PARP/CUAP) no implican grandes pagos de corto plazo. Además, según nuestros cálculos, **en caso de que el TCR vuelva a un nivel similar a su promedio histórico, los CER largos ganarían un 24% (TEA).**

## Paridades bonos ajustados por CER y Hard dollar (en %)



**¿Cómo se compara este upside con el de los soberanos en US\$?** Acá es donde la jugada se desdibuja un poco. Si comparamos este retorno esperado con lo que se obtendría luego de una reestructuración del Bonar 41 (el de mayor *maturity de legislación local*), **el trade de CER largos es conveniente solo en el caso de que la reestructuración sea en condiciones muy agresivas** (quitas del capital superiores a 20% y extensiones de 5 años) **y solamente aplicada a la deuda en dólares.** Por lo cual, **no nos parece una jugada recomendable**, ya que la macro debería ser muy positiva y la reestructuración muy agresiva. Aun así, es un *trade* para seguir de cerca en 2024.

### Supuestos de la simulación:

- (i) Se asume apreciación real entre 2º trimestre 2024 hasta fin de 2025. (ii) El ejercicio supone la venta del bono a fines del 2025. (iii) Supone venta de bono a fines de 2025 a los mismos rendimientos actuales. **El ejercicio no considera una posible ganancia de capital por compresión de tasa en el bono CER (tiene menos para comprimir que los Bonares).**

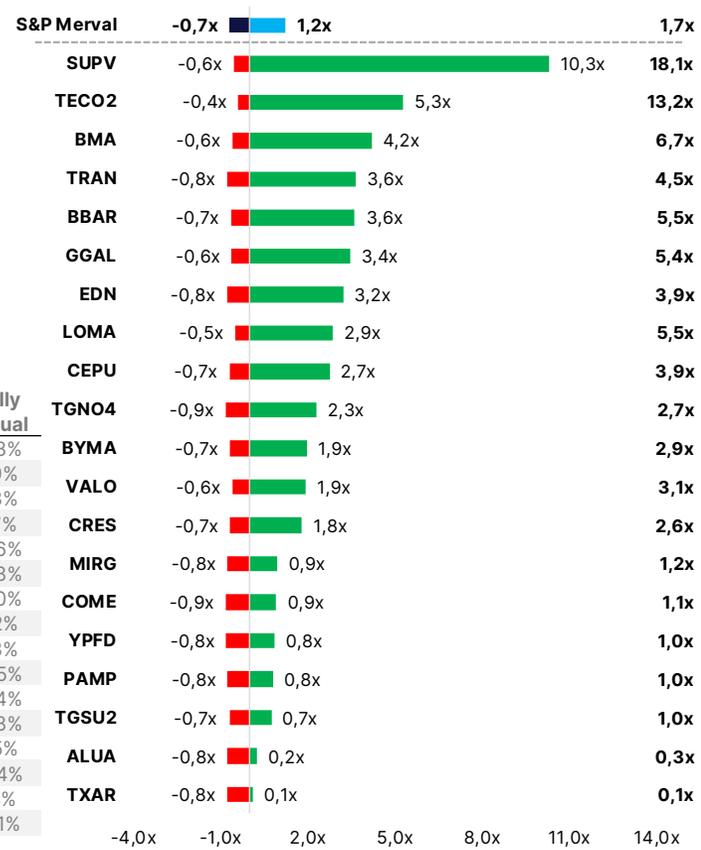
El **Merval medido en dólares** actualmente se sitúa en US\$816, por lo que luce deprimido al compararlo contra ciertos puntos de referencia históricos, como pueden ser sus niveles de 2015, pre-PASO 2019 o su máximo de 2018. En líneas generales, tanto en dólares corrientes como en constantes, el índice pareciera tener recorrido alcista. Por lo pronto, para alcanzar los puntos mencionados a dólares de hoy, el rally debería extenderse 66%, 40% y 171% adicional respectivamente. ¿Será esto posible? Tomando en consideración que las condiciones macroeconómicas del país lejos están de ser las mismas que las subyacentes en cualquiera de estos puntos de referencia, luce complicado. El deterioro es considerablemente mayor en términos de reservas internacionales, déficit fiscal, pobreza e inflación, entre otros. Sin embargo, somos conscientes que son las expectativas muchas veces las que dictan el rumbo de la renta variable, incluso desafiando la racionalidad.

Particularmente, al observar las valuaciones por sector, notamos que el financiero es uno de los que mayor upside potencial muestra. A pesar del espectacular rally que han gozado en los últimos meses, sus capitalizaciones bursátiles todavía se encuentran lejos de sus épocas doradas. En la misma línea, otros sectores como el de telecomunicaciones, que no han tenido la misma suerte recientemente, muestran una situación similar. Sin embargo, ello no se repite con los sectores de servicios públicos y energía o el industrial, cuya vinculación al dólar mediante contratos dolarizados o exportaciones han generado que sus valuaciones se recuperen más rápidamente.

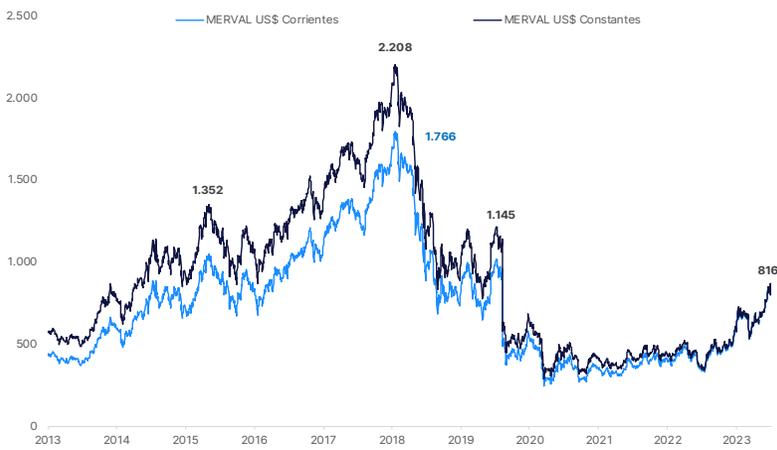
### Upside/Downside por Sector

Sectores	Downside	Upside
Otros	-0,5x	4,4x
Bancos y Bolsas	-0,6x	3,8x
Servicios Públicos y Energía	-0,8x	1,2x
Industria	-0,8x	0,5x

### Upside/Downside por Acción del Merval



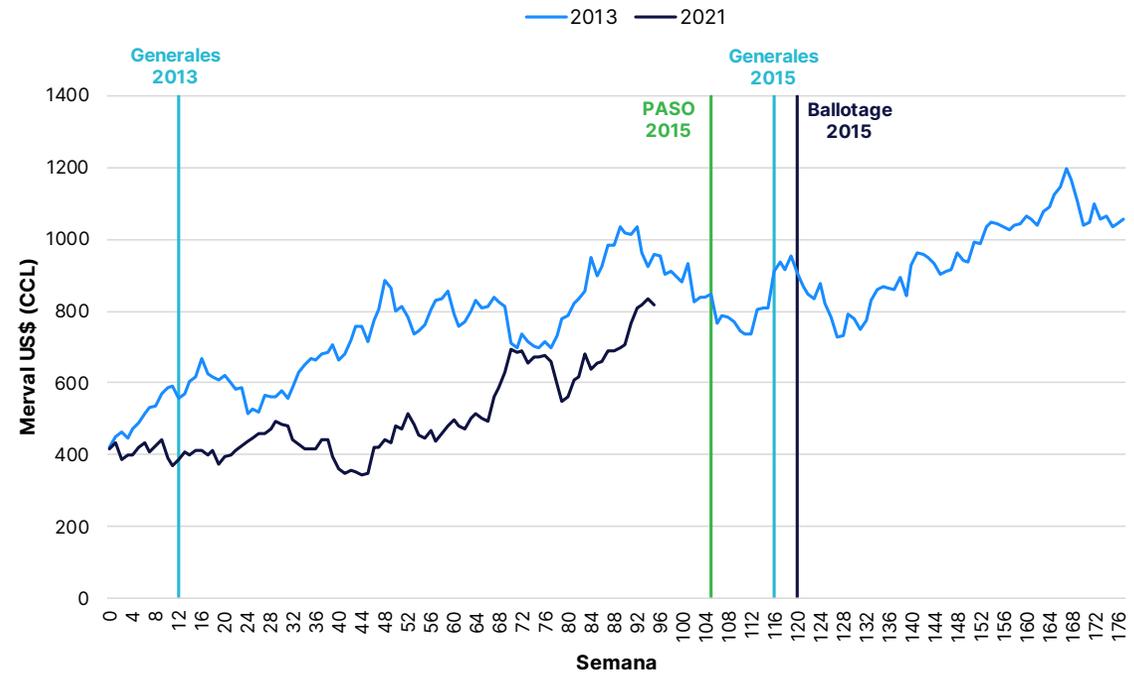
### Merval en US\$ corrientes vs US\$ constantes



### Evolución de las Valuaciones entre Elecciones PASO

	Capitalización Bursátil					
	PASO 2013	PASO 2015	Rally 2015	PASO 2021	Actual	Rally Actual
YPF	US\$ 6.431M	US\$ 9.245M	44%	US\$ 2.010M	US\$ 5.594M	178%
Ternium Argentina	US\$ 1.271M	US\$ 2.074M	63%	US\$ 2.412M	US\$ 3.593M	49%
Telecom	US\$ 3.460M	US\$ 3.339M	-3%	US\$ 2.227M	US\$ 2.730M	23%
Grupo Galicia	US\$ 703M	US\$ 2.708M	285%	US\$ 1.554M	US\$ 2.442M	57%
Pampa Energía	US\$ 167M	US\$ 841M	403%	US\$ 921M	US\$ 2.268M	146%
Transportador de Gas del Sur	US\$ 299M	US\$ 690M	131%	US\$ 800M	US\$ 2.066M	158%
Aluar	US\$ 902M	US\$ 1.699M	88%	US\$ 1.004M	US\$ 2.009M	100%
Banco Macro	US\$ 979M	US\$ 2.646M	170%	US\$ 1.156M	US\$ 1.640M	42%
Banco BBVA	US\$ 752M	US\$ 3.056M	306%	US\$ 842M	US\$ 1.204M	43%
Central Puerto	US\$ 111M	US\$ 1.032M	828%	US\$ 408M	US\$ 998M	145%
Edenor	US\$ 91M	US\$ 574M	534%	US\$ 295M	US\$ 660M	124%
Transportador de Gas del Norte	US\$ 37M	US\$ 129M	253%	US\$ 178M	US\$ 565M	218%
Cresud	US\$ 419M	US\$ 556M	33%	US\$ 322M	US\$ 467M	45%
Transener	US\$ 36M	US\$ 174M	390%	US\$ 99M	US\$ 322M	224%
Mirgor	US\$ 83M	US\$ 102M	23%	US\$ 273M	US\$ 310M	14%
Comercial del Plata	US\$ 1M	US\$ 35M	2231%	US\$ 88M	US\$ 230M	161%

## ¿Qué tan parecida es la experiencia 2013-2015 al rally actual?



Pese a que las elecciones de 2013 las ganó el Frente para la Victoria, la sorpresiva pérdida de apoyo popular respecto a 2011 disparó un ciclo alcista en los activos financieros que duró hasta enero de 2018. En aquella oportunidad, la lista del FpV encabezada por Martín Insaurralde perdió duramente las elecciones en la Provincia de Buenos Aires frente a la lista del Frente Renovador encabezada por Sergio Massa (43,95% vs 32,33%). El pobre resultado desterró las chances de que el FpV reforme la Constitución, en pos de permitirle a CFK buscar la re-reelección en 2015 y posicionó a Sergio Massa como principal candidato a presidente de, en ese momento, la oposición al Kirchnerismo.

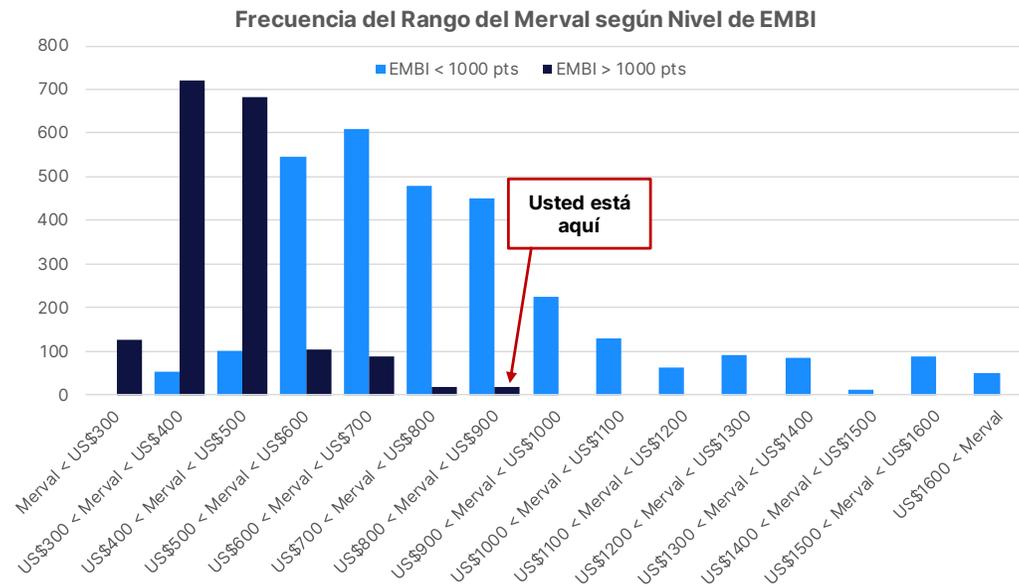
## ¿Superará el ciclo 2021/23 al 2013/15?



Fuente: Portfolio Personal Research (PPI)

Entre las PASO 2013 y las PASO 2015, el índice Merval medido en dólares acumuló un alza de 100,9% hasta US\$848 en términos nominales (+94% deflactado por la inflación de EEUU), superior al 74,9% que acumula actualmente desde las PASO 2021. Desde ese momento hasta la semana anterior al Ballotage 2015, logró alzarse un 12,5% adicional alcanzando los US\$954. Sin embargo, tras la victoria de Mauricio Macri en las elecciones, una probable toma de ganancias congruente con el famoso adagio bursátil: *“comprá con el rumor, vendé con la noticia”* arrastró al principal índice accionario un 29% hasta tocar US\$678 el 20 de enero de 2016. De allí, la historia es conocida. El Merval comenzó un nuevo ciclo alcista que duró 2 años hasta alcanzar su máximo histórico de US\$1.800 el 18 de enero de 2018. De repetirse la historia, podríamos estar cerca de niveles y momentos de toma de ganancias.

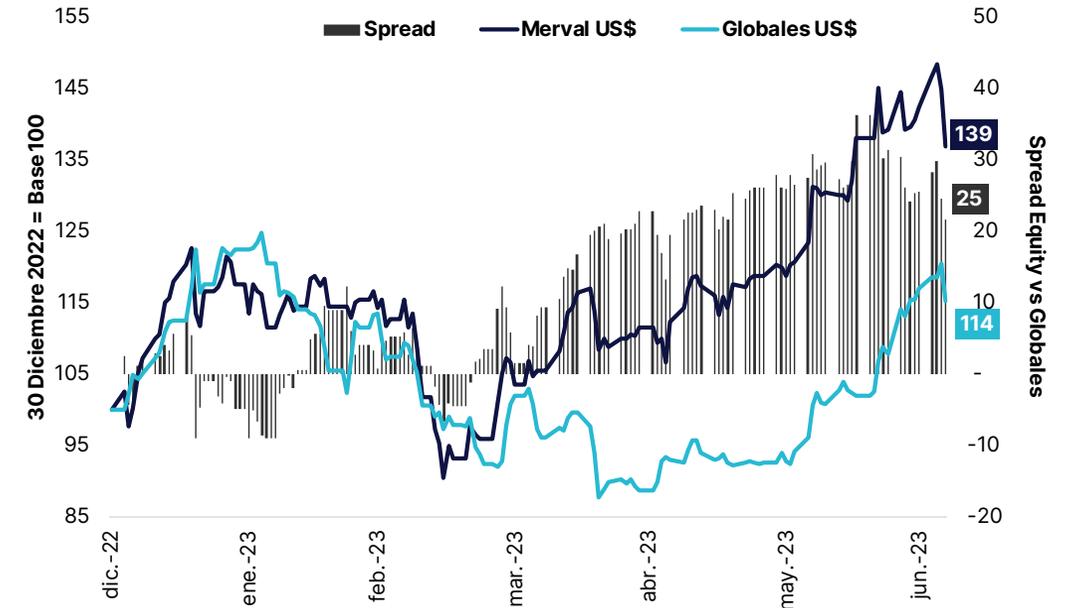
## Frecuencia del Rango del Merval según nivel de EMBI



Si bien es cierto que el principal índice bursátil argentino parece rezagado respecto de ciertos puntos de referencia pasados, vemos ciertas señales que no parecieran apuntar en la misma dirección. En este sentido, queremos resaltar dos relaciones particulares: (i) la **relación entre el Merval y el Riesgo País**, y (ii) la **evolución del Merval versus los Globales**.

Comenzando por el primer punto, el Riesgo País o EMBI es un indicador elaborado por JP Morgan que mide el diferencial de rendimiento de los bonos soberanos de un país respecto a la tasa libre de riesgo. Como indican los libros: a mayor riesgo, mayor retorno. En otras palabras, es de esperar una relación inversa entre este indicador y la valuación de las acciones de dicho país por el impacto que este tiene en las tasas de descuento. Aunque esta relación se ha cumplido históricamente, con el índice generalmente manteniéndose por debajo de los US\$500 cada vez que el EMBI superó los 1.000 puntos, esa relación parece haberse roto con la llegada de Sergio Massa al Ministerio de Economía.

## Merval vs Bonos Soberanos *Hard Dollar*



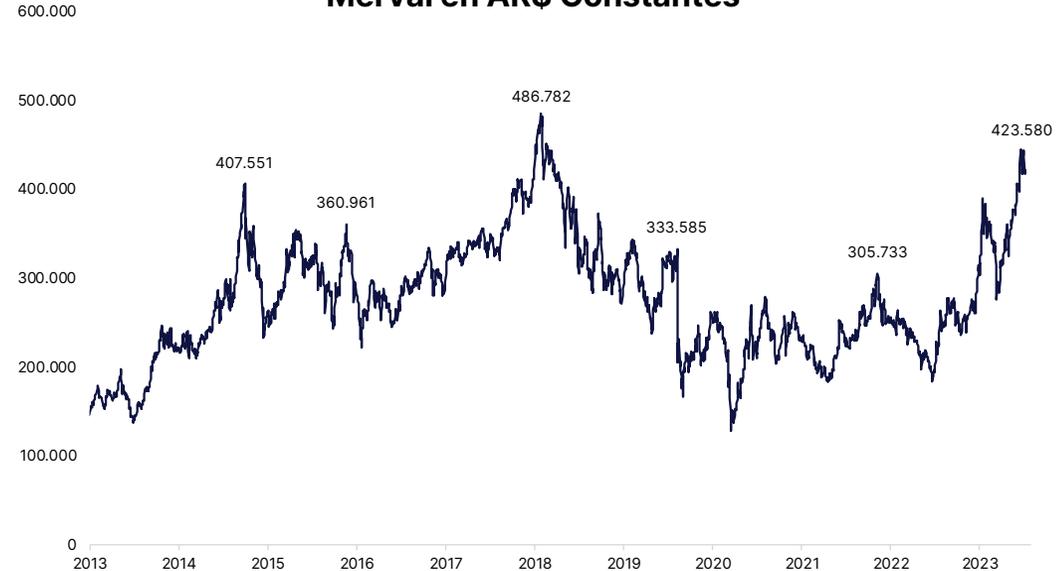
Como se puede ver en el gráfico de izquierda, **la situación actual es un outlier contemplando que el EMBI ronda los 2.000 puntos**. Si bien hay especialistas que sostienen que la estructura actual de los nuevos bonos caracterizados por cupones muy bajos afecta la relación histórica entre el Merval y el Riesgo País, un Merval de US\$816 sería congruente con un Riesgo País de 607pbs, valor difícilmente alcanzable con una simple reestructuración de la deuda actual.

Dirigiéndonos al segundo punto, el rally de 39% del Merval ha sido envidiable. Particularmente para los tenedores de bonos soberanos, que se han visto favorecidos por un avance de "tan solo" 14%, indicando que la cotización de los mismos podría verse atrasada. Los bonos *high yield* suelen tener un comportamiento similar al del equity en tiempos de bonanza. Ello se debe a que el aumento del apetito del riesgo aumenta la demanda por activos de renta variable y presiona hacia abajo los spreads de crédito. Esta correlación debiera ser incluso más fuerte en Argentina, donde los bonos tienen cupones bajos y vencimientos largos, dando lugar a fuertes apreciaciones de capital en escenarios positivos.

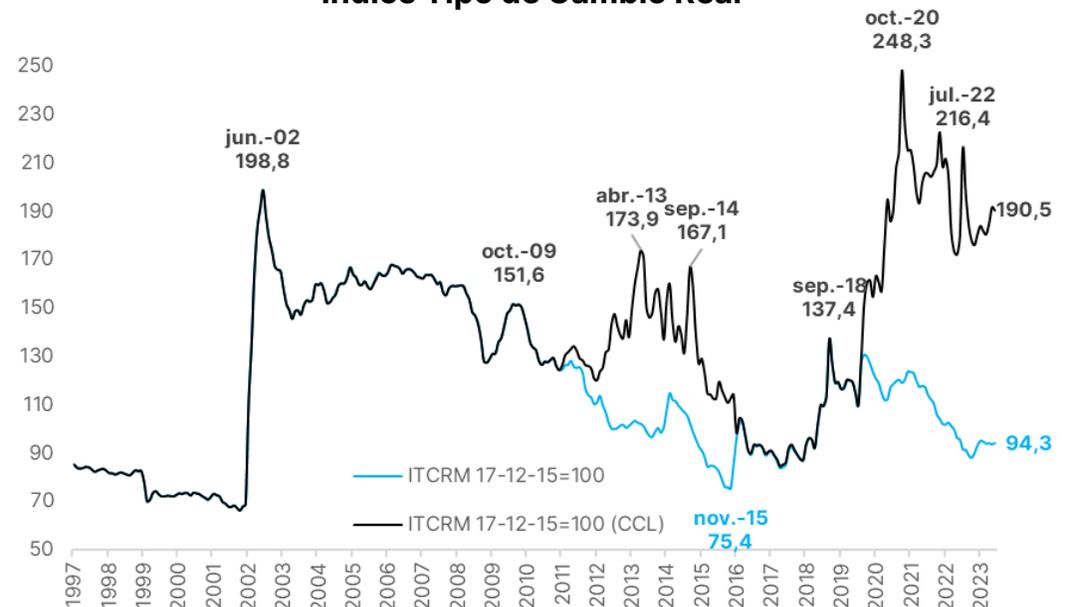
**¿Qué sucede cuando observamos el índice Merval en AR\$ ajustado por inflación para compararlo en precios constantes?** La situación luce muy diferente al gráfico de la evolución del Merval en US\$. Pese a la delicada situación económica que atraviesa Argentina actualmente, el índice se encuentra por encima de los valores de 2014, 2015 (previo al ballottage) y 2019 (pre-PASO); y tan sólo 13% por debajo del máximo alcanzado a principios de 2018. Arribamos a una conclusión similar al analizar la evolución del PBI de forma mensual respecto a la evolución del Merval desde 2004 (gráfico inferior/derecha). Hay que tener en consideración que la economía argentina se mantuvo prácticamente estancada en los últimos 12 años, representando un desafío descomunal para que las empresas locales puedan crecer y revalorizarse.

Entonces, ¿de dónde parte semejante disociación entre el índice en AR\$ y en US\$? ¿Cómo es posible que únicamente luzca rezagado en dólares al contado con liquidación? **La respuesta para nosotros es clara: el tipo de cambio es el que está caro.** En este sentido, si el próximo gobierno logra descomprimir la brecha cambiaria relajando las restricciones actuales, en el mediano plazo deberíamos observar una apreciación real del tipo de cambio financiero que podría derivar en una ganancia de la posición en acciones medida en dólares.

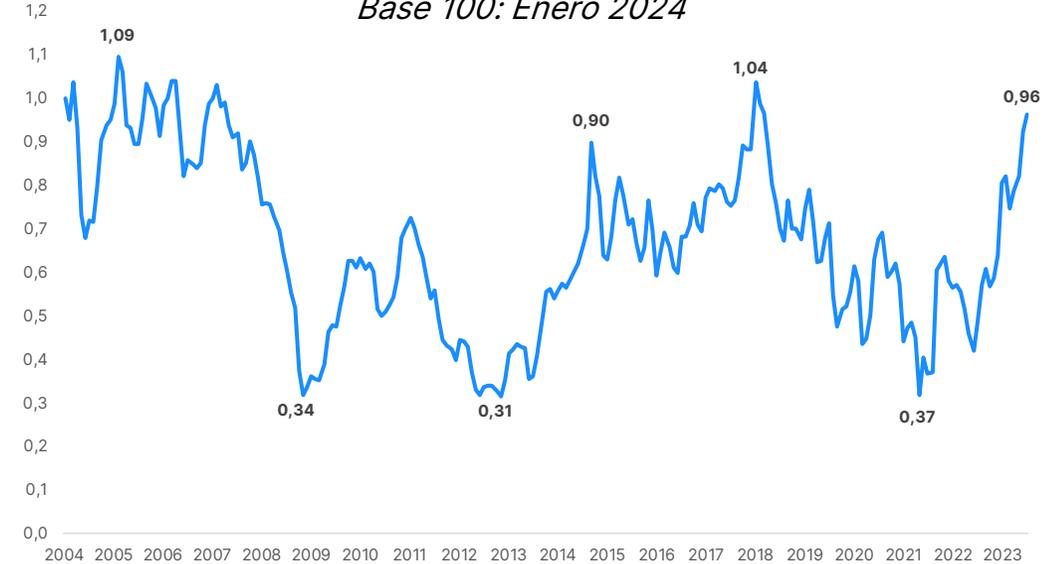
**Merval en AR\$ Constantes**



**Índice Tipo de Cambio Real**



**Merval vs PBI**  
Base 100: Enero 2024



# Y entonces... ¿Hacia dónde vamos?

Decidimos bajar exposición a Equity en nuestras carteras para el segundo semestre aumentando la de renta fija. Hacia adentro de las carteras, mantenemos la preferencia por servicios públicos y energía combinado con una baja/nula exposición a bancos y consumo discrecional.



# 1

## Servicios Públicos y Energía

- 62,5% -

Argentina busca posicionarse como exportador neto de energía en 2024 gracias al desarrollo de Vaca Muerta. Existen oportunidades adicionales vinculadas al LNG, Off-Shore, Palermo Aike, la Minería y el Litio. Un marco regulatorio robusto que garantice el libre acceso al mercado de cambios y el sinceramiento de las tarifas serán condiciones necesarias. Se mantiene como el sector con mayor oportunidad de atraer IED.

# 2

## Bancos y Bolsas

- 20% -

Si bien el sector bancario es el que muestra el mayor rezago respecto al pasado, su alta exposición al sector público se mantiene como riesgo latente. Sus ratios de valuación ya no lucen baratos respecto la región y una devaluación licuaría su patrimonio medido en dólares. La demanda del crédito se mantendrá deprimida, afectada por el arrastre de la sequía y el impacto de un necesario ajuste fiscal. Preferimos Bolsas sobre Bancos.

# 3

## Materiales

- 17,5% -

Un tipo de cambio más competitivo y un nivel de actividad deprimido a nivel local favorecerán a empresas exportadoras como Aluar. Sin embargo, ratios de valuación elevados nos hacen inclinarnos por las cementeras, cuyos ratios son atractivos en términos históricos y sus productos son comercializados siguiendo el *import parity*.

# 4

## Otros

- 0% -

En el corto plazo, la elevada inflación amenaza la rentabilidad de compañías de consumo discrecional (MIRG) y servicios de comunicación (TECO2). De corto plazo, el ingreso disponible de las familias se verá comprometido limitando la capacidad de recomponer precios y una potencial apertura comercial podrá poner en peligro los márgenes de negocios protegidos.

# 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)



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.