

## Comparando escenarios en las cotizaciones soberanas argentinas

En las últimas semanas se pudieron percibir algunas señales que indicarían la intención del Gobierno de avanzar en sus conversaciones con el FMI para alcanzar un acuerdo. La estabilización cambiaria, la mayor prudencia monetaria/fiscal desde octubre – aunque en diciembre habrá asistencia del BCRA al Tesoro- y el anuncio de determinadas medidas tendientes a normalizar desequilibrios sectoriales – ej, aumento naftas- son algunas de ellas. Aunque ello se contrapone a otras indicaciones que van en la dirección contraria, como por ejemplo una nueva posposición de aumento de las tarifas de servicios públicos o la aprobación del impuesto a la riqueza y su impacto mediato.

Es decir, aún persisten dudas respecto del camino que se transitará. En ese contexto, analizamos el posicionamiento en distintas clases de deuda soberana argentina, que será distinto según el escenario que se considere.

Presentamos un ejercicio de retorno total en USD libres para un horizonte de inversión de 6 meses (junio 2021), de deuda soberana en (a) "USD puros", (b) ARS ajustables por USD oficial y (c) ARS ajustables por CER. Para ello, definimos dos escenarios opuestos:

Estabilización: supone un proceso de transición ordenado donde se logra estabilizar la economía. Uno de los elementos de ese proceso es alcanzar un acuerdo con el FMI en marzo/abril de 2021. El entendimiento puede tener -o no- un desembolso neto inicial de fondos, pero no implica haber resuelto el problema de los vencimientos de deuda con el organismo. Ello se irá dilucidando con el paso del tiempo, según se vayan cumpliendo las metas trimestrales que se establezcan y que liberan los desembolsos acordados.

En este contexto, el Gobierno logra mantener la dinámica actual, enfrentando con cierto éxito los desafíos del primer trimestre del año, que conjugan una menor oferta estacional de divisas con una

**Daniel Marx**  
DIRECTOR EJECUTIVO

**Virginia Fernández**  
ECONOMISTA SENIOR

**Fernando Baer**  
ECONOMISTA SENIOR

**Paul Franck**  
ANALISTA JUNIOR

**Juan Sommer**  
CONSEJERO



## MONITOR SEMANAL

reducción en la demanda de dinero. En materia de corrección de desequilibrios, se avanza en el descongelamiento gradual de tarifas de servicios públicos, con una concentración de aumentos y su consecuente impacto en la inflación en el primer semestre del año.

Inestabilidad: el proceso electoral y los planteos políticos consecuentes impiden avanzar en la corrección de los diversos desequilibrios, entre ellos el de las tarifas de los servicios públicos. Ello dilata la posibilidad de un acuerdo con el FMI en el primer semestre del año. En la dinámica, el Gobierno no modifica el sesgo cambiario/monetario/fiscal del último trimestre de 2020, pero encuentra límites en la reducción del déficit fiscal. En materia cambiaria, desliza el tipo de cambio oficial al ritmo de la inflación, pero no logra contener la brecha, que aumenta y vuelve a valores anteriores a octubre último. De todos modos, con el mantenimiento de controles cambiarios y la estacionalidad de las exportaciones evita profundizar significativamente la pérdida de reservas.

Como es común en Argentina, no descartamos la posibilidad de ocurrencia de un escenario intermedio, donde conviven evoluciones de los escenarios extremos, que se alternan en tiempos e intensidad.

En la tabla siguiente se presentan los supuestos de evolución de tipo de cambio oficial ARS/USD, CCL, brecha e inflación en cada uno de los escenarios mencionados.

	Información actual	Escenarios	
		Estabilización	Inestabilidad
	dic-20	jun-21	jun-21
FX oficial	83	111	107
Var Dic-20/Jun-21		35%	30%
CCL	144	123	236
Var Dic-20/Jun-21		-15%	64%
Brecha	74%	10%	120%
Inflacion acumulada		20,0%	25,9%

En los dos escenarios la inflación acumulada en el semestre se supone en niveles de 20-26%. En el mismo sentido, el tipo de cambio oficial se depreciaría algo más que esas tasas de inflación

## MONITOR SEMANAL

(35% y 30%, respectivamente). Sin embargo, mientras que en el escenario de estabilidad la brecha se desploma y el CCL cae, en el inestable la brecha vuelve a testear máximos (120%) y el CCL se deprecia 64% entre este momento y junio 2021.

Los distintos escenarios impactarán en forma diferenciada sobre los precios de la deuda argentina. En la tabla que sigue presentamos spreads actuales (al 16/12) y estimaciones de los niveles en que se podrían acercar en los escenarios planteados.

Partiendo de esa información, utilizando los supuestos mencionados para cada escenario, presentamos los resultados del ejercicio de retorno total en USD libres. Los resultados incluyen los efectos de la evolución de las distintas variables mencionadas, incorporando el cobro de los servicios de capital e interés según corresponda.

Información actual					Escenarios			
					Estabilización		Inestabilidad	
Vida prom	Precio	YTM	Spread		Spread	Resultado	Spread	Resultado
<b>Globales USD</b>								
GD30	6,3	40,0	16%	1.510	750	<b>66%</b>	1.700	<b>1%</b>
GD46	14,8	36,3	14%	1.345	800	<b>69%</b>	1.500	<b>-3%</b>
<b>CER</b>								
TX22	1,3	119	4,7%	615	650	<b>51%</b>	850	<b>-23%</b>
TX28	5,6	79	9,0%	1.046	700	<b>83%</b>	1.200	<b>-24%</b>
DICP	13,0	1.828	8,3%	930	650	<b>91%</b>	1.000	<b>-25%</b>
<b>USD Linked</b>								
TV22	1,4	8.373	-1,0%	-140	650	<b>48%</b>	100	<b>-23%</b>

En el de estabilidad, se estima que se produce un efecto positivo sobre la prima de riesgo que se refleja en la compresión de spreads de la deuda en USD y en la CER, mientras que en la USD-linked, una vez ocurrida la corrección del tipo de cambio oficial y reducida la brecha, aumenta, pasando a tener rendimientos similares a la deuda USD puro. Ese efecto tiene impacto superior en el precio de los bonos más largos, por efecto duration, lo cual se aprecia en el retorno total: GD30 66%, GD46 69%, TX28 83% y DICP 91%. En este caso, la caída en el CCL favorece el posicionamiento en deuda ajustable por CER.

En el escenario inestable, ocurre lo opuesto. Toda la

## MONITOR SEMANAL

deuda es castigada por aumento de los *spreads*, pero la deuda CER y USD-linked (con pérdidas de 23-25%) son las más afectadas por el aumento de la cotización del CCL y la persistencia de la brecha. Por su parte, los bonos en USD presentan un deterioro limitado, debido en parte a su situación de partida.

Como es habitual en Argentina, muy probablemente la realidad transita por un escenario intermedio, donde las versiones extremas se combinan y definen un nuevo camino, que involucra altibajos, con períodos de menor y mayor incertidumbre y volatilidad. A este escenario le asignamos la mayor probabilidad relativa de ocurrencia. Dependiendo del grado de aversión al riesgo la deuda ajustable por CER o la deuda en USD “puros” serían las alternativas para cada perfil inversor.