



**Quick View Deuda  
Pesos: La paradoja  
del 'Quantitative  
Easing Gaucho'**

02 de Agosto, 2022



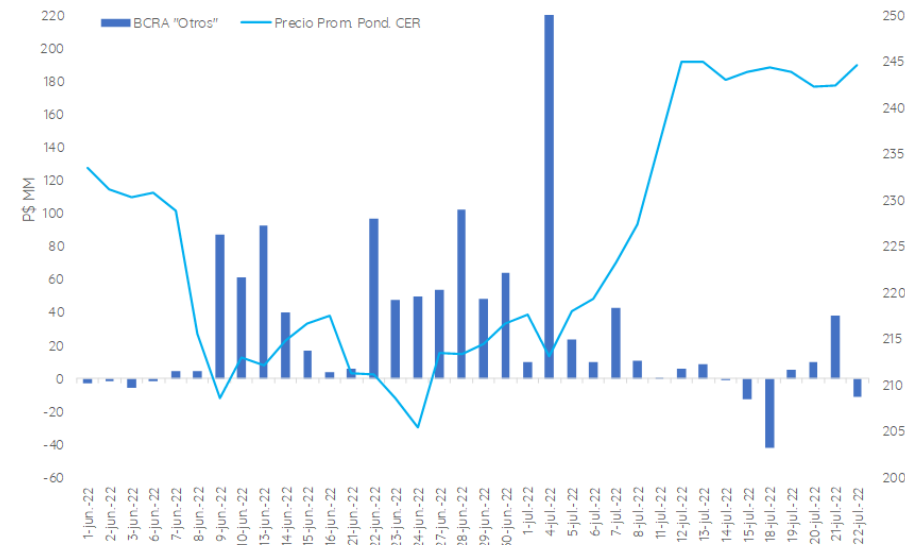
Julio brindó calma para la deuda del Tesoro en pesos, que recuperó buena parte del terreno perdido durante el mes anterior. Los instrumentos soberanos indexados tanto por inflación (CER) como por tipo de cambio oficial (Dollar Linked) encabezaron la performance mensual con subas de entre +8/+27%. Sin embargo, esta recuperación no fue gratis. Lejos de provenir de una mejora genuina en las condiciones de mercado, el rebote de la deuda en pesos se basó en la gran intervención del Banco Central en el mercado secundario, emitiendo pesos para sostener las cotizaciones del mercado local.

La inyección por más de \$1,1 billones (1,5% del PBI) del BCRA para recomprar deuda en pesos ayudó a calmar las aguas en el mercado, pero ocasionó un deterioro significativo de la perspectiva macroeconómica de los próximos meses. El efecto más claro fue en el plano de la nominalidad, tanto en la dinámica de los precios como en la brecha cambiaria. Más allá del rezago de manual que tienen los fundamentos monetarios sobre el ritmo de inflación, los datos de alta frecuencia reflejan una aceleración respecto al mes anterior (alrededor de 8%). Además, la maniobra también impactó de forma directa en el incremento del contado con liquidación, y, por lo tanto, de la brecha cambiaria.

En nuestra opinión, el Gobierno eligió mitigar el riesgo de roll-over a costa de aumentar la brecha cambiaria, ponerle más presión a la inflación, y, por lo tanto incrementar el riesgo país. Paradójicamente, consideramos que tras las voluminosas intervenciones del Banco Central, el riesgo de los bonos del Tesoro per sé cayó notablemente. Esto lo explicamos por dos factores. Primero, la tenencia del sector público de la propia deuda trepó de niveles 46,3% a fines de mayo hasta 56,2% a fin de julio de acuerdo a nuestras estimaciones. Si lo miramos en términos del PBI (promedio últ. 12 meses), el sector privado (donde recae el riesgo de refinanciamiento) ahora solo posee deuda del Tesoro por 8,96pp del PBI (vs. 10,3 pp a fin de mayo). En tanto, de lo que queda en manos del sector privado, la participación de jugadores regulados (Bancos y Cia de Seguro) ahora es mayor en relación a otros tipos de tenedores. Así, el manejo de las licitaciones será más sencillo para el Tesoro. **¿Se desarmó el riesgo de la bola de pesos? No, todo lo contrario.** Ahora hay muchos más pesos (bien representando en el incremento de la deuda del sector público consolidado que incluye pasivos remunerados del BCRA y Tesoro), pero el riesgo recae más cerca de la evolución de los depósitos bancarios que en las licitaciones que enfrenta el equipo de Finanzas.

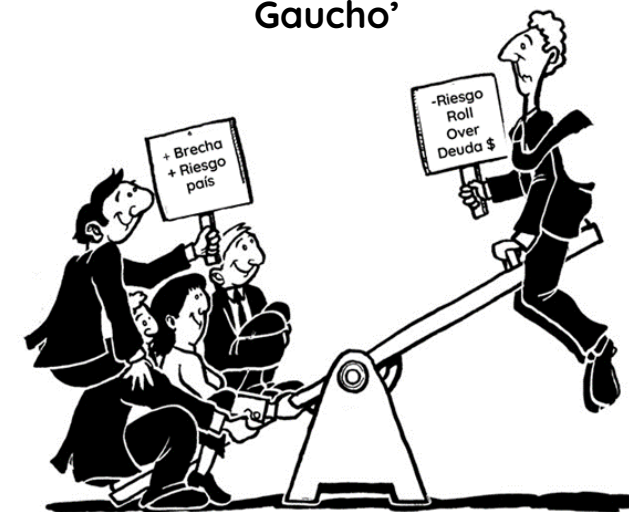
La deuda en pesos presenta un incremento de 53,6% en pesos en lo que va de 2022 y +86,0% respecto al mismo mes. Esperamos que el ratio de roll-over de las licitaciones se mantenga por encima de 1.0x en los próximos meses, pero reflejando una clara desaceleración después del pico de julio por la liquidez volcada al mercado. **La evolución de la deuda en pesos, y la vuelta de una mayor participación genuina, también dependerá de las medidas que tome el nuevo equipo económico.** Sin reducción del déficit fiscal, el programa financiero volverá a tornarse cuesta arriba, implicando una mayor monetización del déficit.

## Intervenciones BCRA & Precio Bonos CER



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

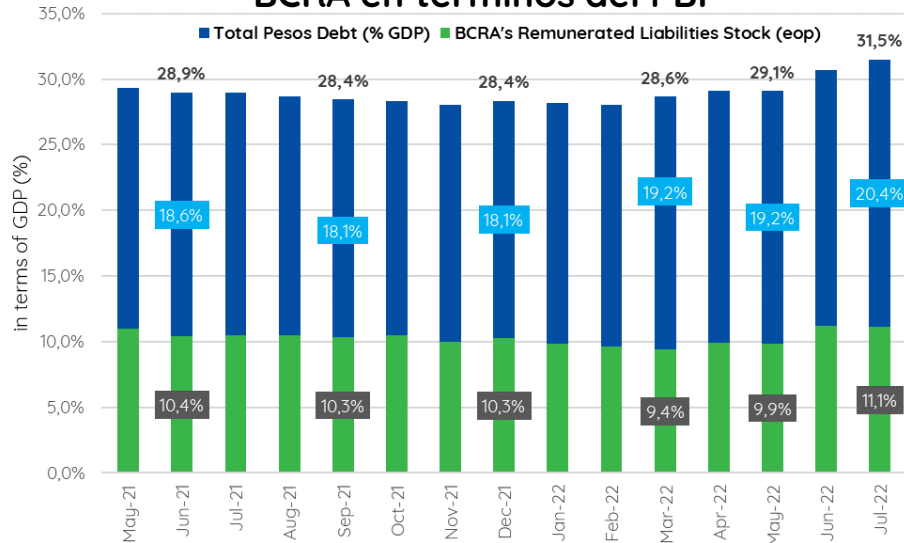
## La paradoja del 'Quantitative Easing Gaucho'



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI) en base a Alex Hughes

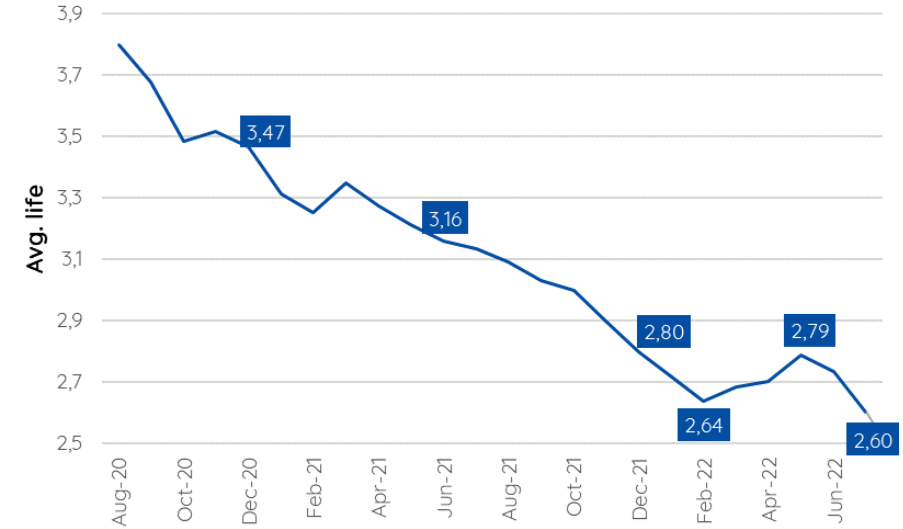


### Deuda Tesoro y Pasivos Remunerados BCRA en términos del PBI



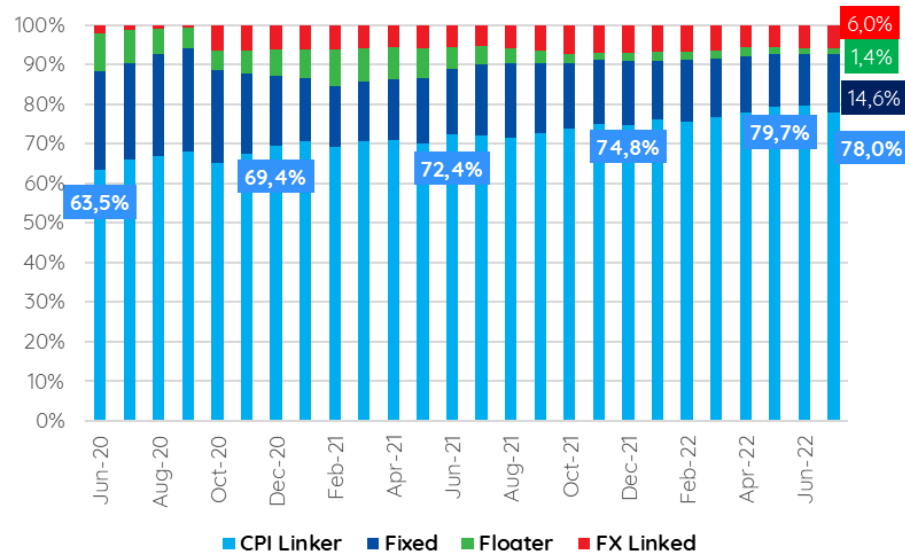
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

### Evolución del Avg. Life de la Deuda (Mensual)



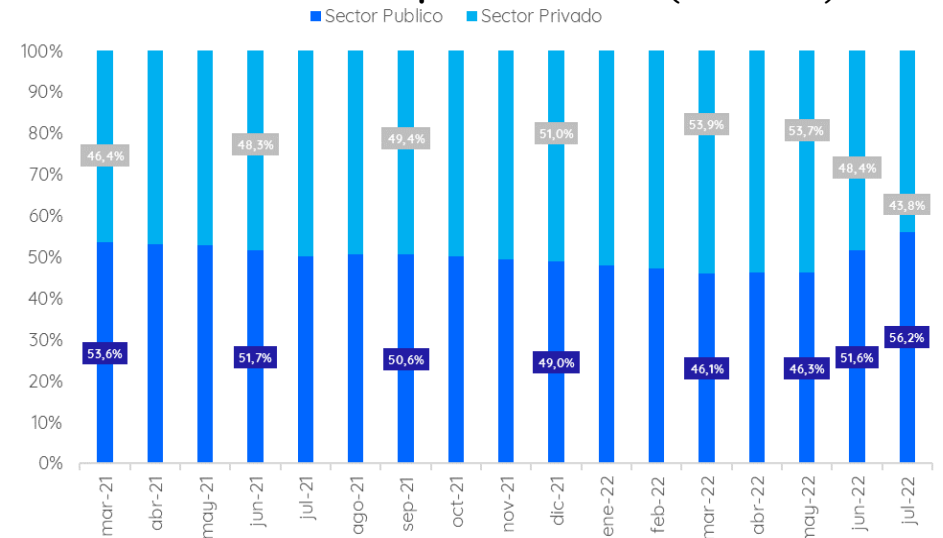
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

### Deuda en Pesos por tipo de ajuste (Mensual)



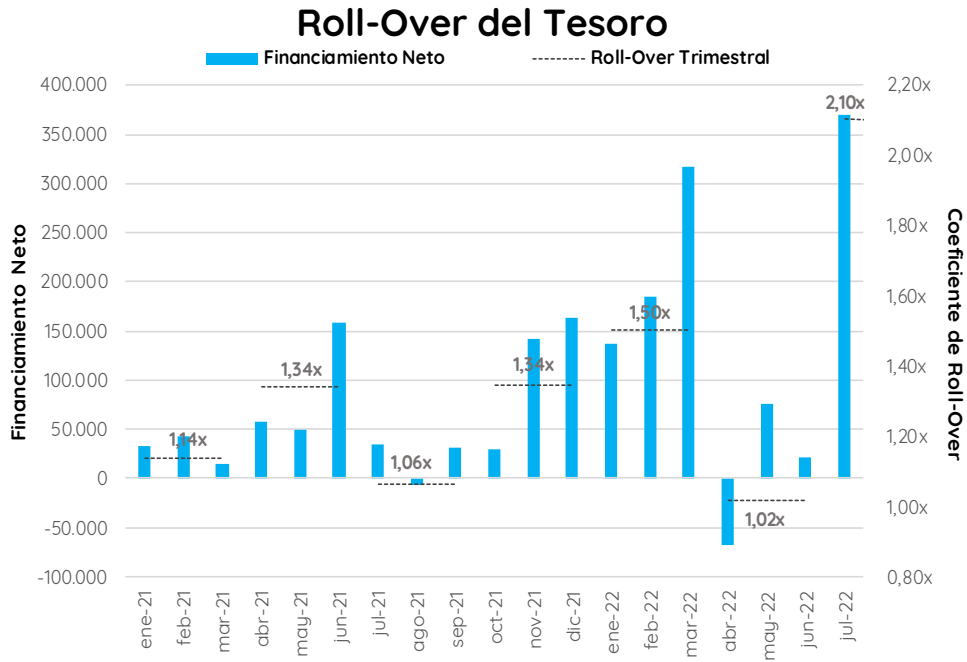
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

### Deuda en Pesos por Acreedor (Mensual)

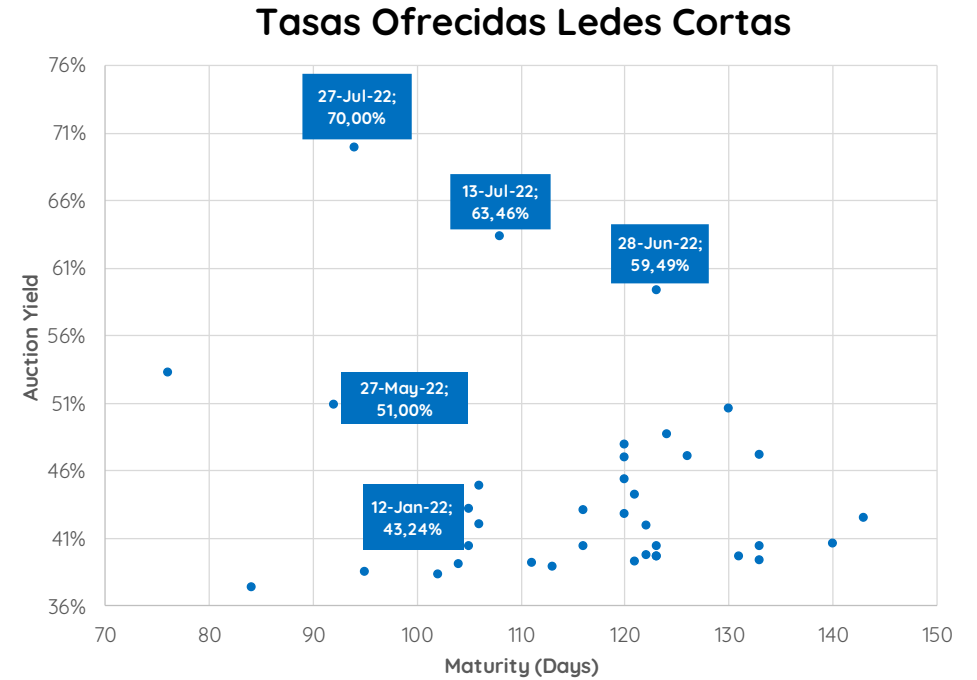


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)



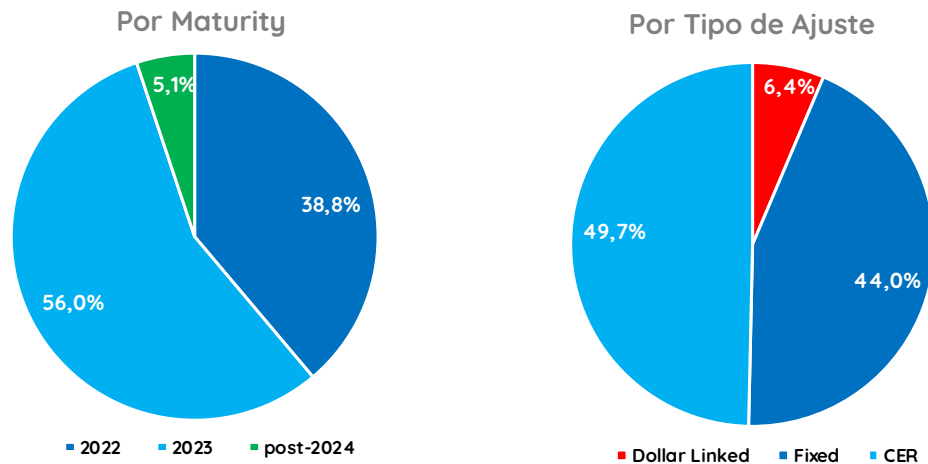


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

### Monto Colocado en las Licitaciones de Julio

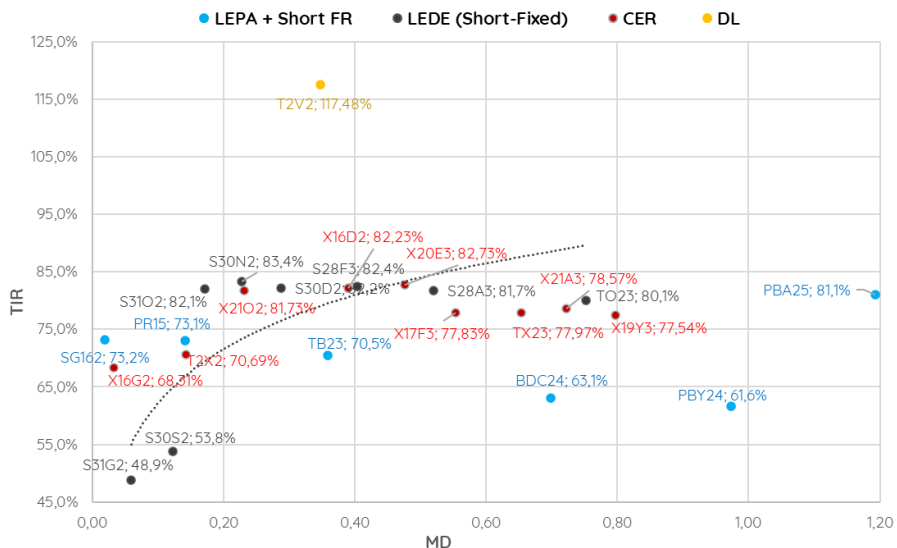


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

- (i).- **Suba en las tasas cortas.** Las LEDEs cortas (plazo menor a 150D) se colocaron +116/+181bps por encima de la TNA promedio del segundo trimestre (51,90%).
- (ii).- **El Tesoro fue generoso en las tasas.** Las tasas ofrecidas en la ultima licitación estuvieron por encima del mercado secundario. En LECER se colocó +20/+25bps por encima del secundario.
- (iii).- **Muy leve extensión de maturities.** Sólo el 11,5% de las colocaciones superaron los 12 meses vista (el 68% fue a menos de 6 meses). Sin embargo, mejoró con respecto al pico de estrés: en junio no hubo una sola colocación a más de un año. Más allá del resultado neto del mes, la aversión al riesgo soberano post elecciones sigue latente.
- (iv).- **El roll-over mensual cerró el mes en 2,10x.** Muy por encima del 1,08x de junio y superior al 1,50x del primer trimestre. Se trató del mayor roll-over en la gestión de Alberto Fernández (producto del QE Gaucho).



### Curva instrumentos en pesos de corto plazo



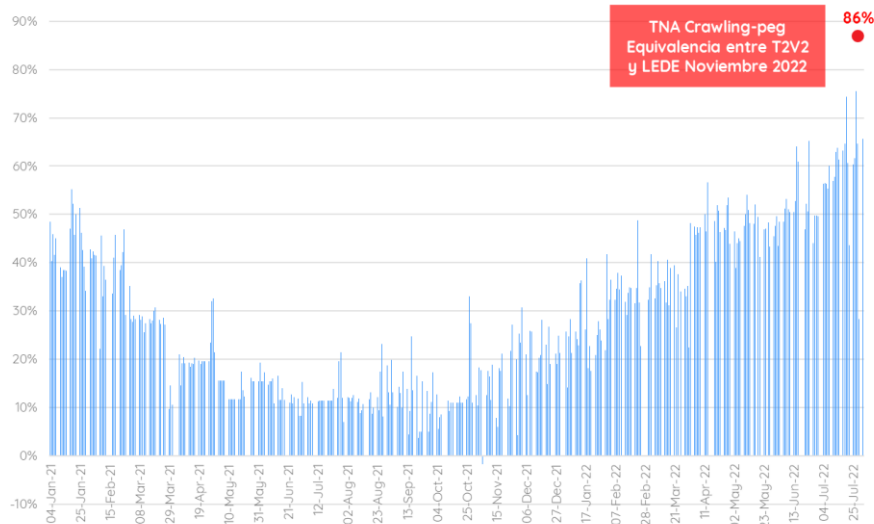
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI) c/break inflación vs tasa fija

### Tasas de Futuros de Dólar en ROFEX (TNA)

Date	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
1-Jul-22	69,8%	77,0%	79,8%	81,7%	82,1%	82,5%	82,5%	81,6%	80,4%	79,8%	82,6%	-
4-Jul-22	80,1%	87,8%	90,1%	91,0%	92,3%	92,7%	92,1%	90,7%	90,4%	89,3%	92,2%	-
5-Jul-22	80,0%	87,8%	90,0%	90,9%	91,5%	91,1%	91,5%	91,2%	90,9%	89,1%	95,4%	-
6-Jul-22	79,8%	87,1%	89,8%	89,9%	90,1%	89,6%	89,1%	89,5%	88,9%	87,0%	93,6%	-
7-Jul-22	79,5%	86,8%	89,3%	89,4%	90,0%	90,4%	91,7%	90,6%	91,1%	89,2%	97,1%	-
8-Jul-22	80,0%	86,8%	89,1%	89,8%	89,9%	90,4%	89,9%	89,1%	90,1%	89,8%	97,0%	-
11-Jul-22	74,8%	83,2%	86,0%	86,0%	86,1%	86,4%	88,3%	86,2%	86,3%	87,7%	95,2%	-
12-Jul-22	72,3%	75,7%	77,1%	79,2%	79,4%	79,5%	82,3%	82,9%	82,3%	81,0%	88,5%	-
13-Jul-22	70,9%	75,8%	77,1%	78,4%	78,7%	78,1%	80,4%	80,1%	79,3%	77,4%	86,2%	-
14-Jul-22	75,9%	81,2%	83,4%	82,6%	82,6%	81,5%	83,4%	82,8%	82,2%	79,9%	87,0%	-
15-Jul-22	78,5%	85,3%	87,7%	87,4%	87,3%	87,6%	88,3%	87,1%	87,0%	84,3%	89,7%	-
18-Jul-22	78,2%	84,8%	87,5%	87,5%	87,5%	87,6%	88,2%	87,0%	84,9%	84,1%	91,2%	-
19-Jul-22	78,3%	84,9%	87,2%	87,3%	86,6%	86,8%	87,8%	86,4%	85,8%	84,0%	91,1%	-
20-Jul-22	78,4%	84,7%	87,5%	87,4%	87,2%	87,7%	88,1%	87,1%	86,6%	83,8%	91,0%	-
21-Jul-22	84,1%	91,2%	91,9%	91,5%	90,6%	93,0%	93,7%	91,7%	90,8%	88,2%	95,4%	-
22-Jul-22	86,4%	97,4%	99,8%	99,9%	100,0%	100,9%	100,2%	97,4%	94,7%	90,5%	97,7%	-
25-Jul-22	82,1%	93,6%	97,4%	98,6%	97,6%	100,3%	99,6%	96,2%	93,5%	89,4%	96,2%	-
26-Jul-22	83,0%	94,1%	97,9%	99,3%	99,3%	101,1%	100,9%	98,5%	95,5%	91,2%	98,0%	-
27-Jul-22	83,7%	95,3%	99,4%	100,5%	100,3%	101,4%	101,5%	100,0%	95,9%	91,3%	98,3%	-
28-Jul-22	89,0%	97,3%	100,1%	102,2%	101,6%	102,5%	104,1%	100,6%	96,4%	93,3%	100,5%	-
29-Jul-22	91,6%	116,0%	120,1%	118,4%	114,3%	112,6%	112,8%	106,5%	104,2%	101,6%	109,8%	-
1-Aug-22	82,7%	100,8%	105,1%	106,9%	103,6%	102,9%	101,2%	99,5%	97,9%	95,0%	103,2%	114,6%
2-Aug-22	87,8%	113,8%	119,1%	112,8%	109,3%	105,2%	105,6%	102,9%	98,5%	95,4%	104,3%	114,6%

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

### Crawling-peg diario FX Oficial y Breakeven T2V2/S30N2



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

(i).- **Fuerte incremento del apetito por los instrumentos DL.** La suba de la brecha (ya hace 24 ruedas que permanece por encima del 100%) y la desacumulación de reservas netas volcaron la atención del mercado por las estrategias DL. En ese sentido, los fondos DL lograron capturar \$81.2 mil millones en julio (vs \$43.6 mil millones del total de la industria), y muy por encima de los \$50 mil millones récord conseguidos en noviembre del año pasado en plena incertidumbre electoral. A su vez las tasas de los futuros en ROFEX treparon muy por encima de las tasas del mercado de pesos, mientras que los DL soberanos volvieron a rendir en terreno negativo y las licitaciones de ONs Corporativas DL obtuvieron una sobredemanda descomunal.

(ii).- **¿Hay valor en el BOLI2 (T2V2) en relación a las tasas cortas?** Haciendo la matemática a los precios actuales, la LEDE al 30 Noviembre 2022 (S30N2) ofrece un retorno directo a maturity de 21,7%, lo cual traducido en términos del T2V2 implicaría un salto del tipo de cambio oficial del 27,8% hasta esa fecha. En otras palabras, el FX oficial debería subir de \$131,94 a \$168,63 para estar indiferente entre ambas inversiones. A pesar que represente una TNA por encima del crawling peg actual (86% vs 59,1% 5d-mm), el T2V2 tiene a favor la posibilidad de un salto discreto en estos 4 meses.

(iii).- **¿Oportunidad en los sintéticos en pesos? (más agresivo)** Quitando el mark-to-market de ROFEX, la tasa del sintético en pesos comprando el T2V2 y vendiendo el futuro de Noviembre22 presenta actualmente una TEA de alrededor de 117,5%, muy por arriba del resto de las alternativas en pesos (ver curva).



**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)

**Emiliano Anselmi**  
**Economist Team Leader**  
[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

**Melina Eidner**  
**Analyst**  
[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

**Gloria Patrón Costas**  
**Fixed Income Analyst**  
[gpatroncostas@portfoliopersonal.com](mailto:gpatroncostas@portfoliopersonal.com)

**Martina Pozzo**  
**Analyst**  
[mpozzo@portfoliopersonal.com](mailto:mpozzo@portfoliopersonal.com)

**Mariana Bevione**  
**Analyst**  
[mbevione@portfoliopersonal.com](mailto:mbevione@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 fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que PPI no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, 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. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. El presente no constituye ni constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de PPI. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descritos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. 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° 13, en todos los casos de la CNV. Además, PPI es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE), MATBA-Rofex, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV). En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.