

23 de marzo de 2023

# Argentina Weekly

## Siempre hay más conejos para sacar de la galera...

Nuevamente el equipo económico volvió a sorprender esta semana con un nuevo conejo sacado de la galera; pareciera ser esta la especialidad del ministro Massa que en modo “llegar” apela a medidas como mínimo cuestionables. Este nuevo conejo envuelto en un [DNU](#) publicado ayer fuerza a las entidades que conforman el Sector Público Nacional a canjear sus Globales (Bonos Soberanos bajo ley NY) por un bono dual nuevo (al 2036, bullet y paga el mayor entre dólar oficial +3% y CER 3%). Así mismo obliga a “vender” sus tenencias de Bonares (Bonos Soberanos bajo ley ARG) aunque aún no se conoce con exactitud el mecanismo por el cual se realizará esta operación; según el DNU queda a discreción del Mecon su definición. Por otra parte, la “venta” de Bonares será pagada en un 70% con más títulos del Tesoro en pesos y el remanente en efectivo, que podrán utilizarlo para destinos propios.

Inesperadamente otro [DNU](#) establece que las letras intransferibles del Tesoro en USD que tiene el BCRA (por la venta de DEGs, y los programas “Dólar Soja”) serán canjeados por nuevos títulos cuyas condiciones no se especifican. Finalmente para completar el cuadro comenzarán a trascender un conjunto de medidas para generar una demanda de los Bonares a vender para evitar la caída en los precios. En este sentido ayer se conoció la primera de ellas: **la CNV eliminó la restricción que limitaba a las Alycs a operar Bonares contra USD. La consecuencia de esta medida fue evidente: fuerte caída en las paridades de todos los bonos soberanos que en promedio registraron bajas del 5%/6%.** Por otra parte los FX financieros se redujeron un 2% durante la semana, aunque no es clara en nuestra opinión que esta medida contenga de forma directa dichos FXs, lo que creemos es que le da profundidad a dicho mercado (ver sección Dólar). Más allá de los efectos en las paridades y FXs lo cierto es que el Tesoro podría hacerse de un monto de hasta \$1,6 BB lo que le daría aire para cubrir el déficit fiscal de los primeros meses del año. **De todas maneras creemos que no todo está dicho, la medida presenta puntos débiles y controvertidos y seguramente traiga judicializaciones que puedan hasta forzar una eventual marcha atrás. A prestar atención a los movimientos de JxC.**

Finalmente el Mecon realizó ayer una nueva licitación; vencían cerca de \$367.000 MM y se colocaron \$416.500 MM con lo cual el financiamiento neto ascendió a \$49.500 MM. **Para destacar que nuevamente el Tesoro debió ofrecer TEAs más altas para las ledes (en el orden del 123%).**

## ECONOMÍA

**Analizamos en detalle los aspectos que consideramos más relevantes de la macro argentina: Venta de Bonares y canje de Globales, Licitación del Tesoro y Déficit.**

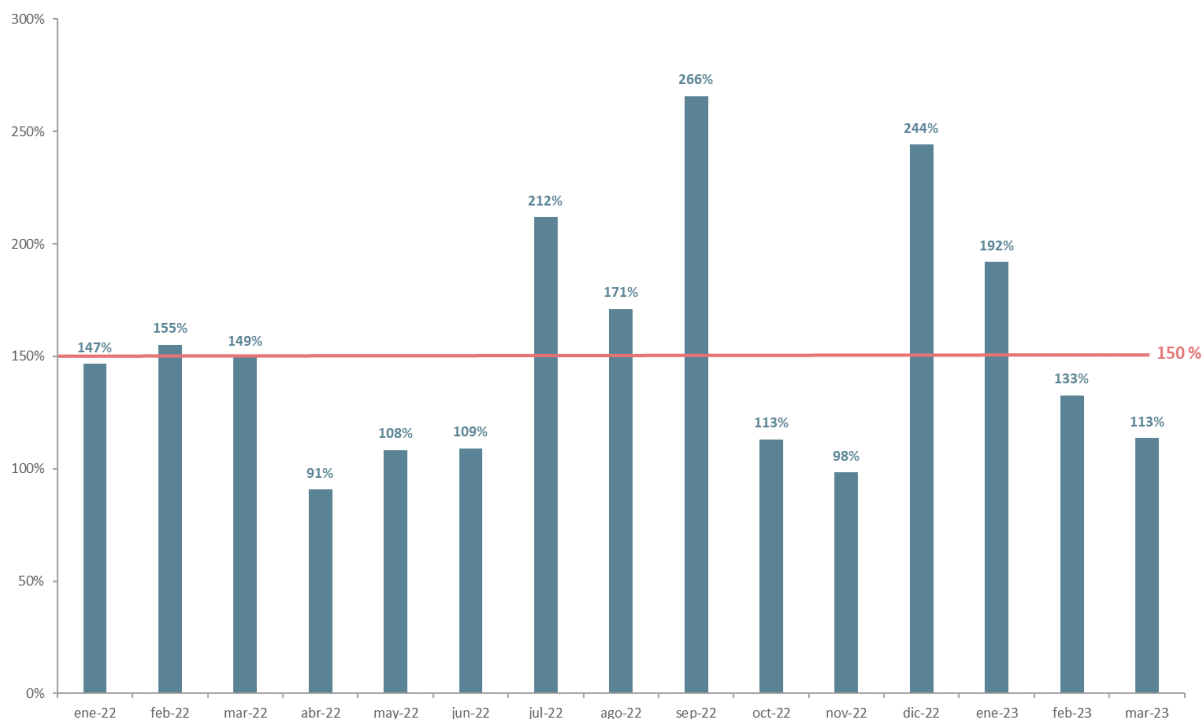
**1. Venta de Bonares y canje de Globales:** Desde el Ministerio de Economía impulsaron este miércoles una nueva estrategia, con la cual creemos que buscarán como primer efecto lograr cerca de \$1,6 BB de financiamiento para el Tesoro y, como efecto secundario lograr cierta contención de los FXs financieros. Dicha contención no es en forma directa (no hay venta de dólares ni bonos en dólares contra pesos) sino más bien dándole profundidad al mercado de dichos FXs, logrando una mayor absorción de pesos y permitiendo una mayor dolarización de tenencias. En este sentido es clave la resolución de la CNV de derogar la limitación impuesta a las Alycs para operar Bonares contra dólares. Creemos que esta flexibilización vendrá acompañada de más medidas para que el mercado pueda absorber toda la cantidad de Bonares a vender o licitar (no queda claro el mecanismo que utilizará el Mecon) sin afectar las paridades. Lograr este monto de financiamiento resulta clave en este momento de incertidumbre en los meses previos a las elecciones, con las limitaciones a la financiación del Tesoro impuestas tras el nuevo acuerdo con el FMI.

El DNU obliga a las Jurisdicciones, Entidades y Fondos del Sector Público Nacional (entendemos que el BCRA no queda alcanzado por la medida) a canjear sus tenencias de Globales por un Bono Dual (ver detalle debajo) y, en principio, el Tesoro procedería a deslistar dichos bonos (reducir deuda externa). Con respecto a las tenencias de Bonares, éstas serían “vendidas” al Tesoro recibiendo un 70% del valor en bonos del Tesoro y el restante 30% en efectivo para ejecutar sus partidas presupuestarias habituales. No queda claro aún cómo será el mecanismo que utilice el gobierno para volcar dichos Bonares al mercado, aunque sí se observa claramente la preocupación del gobierno para fomentar la demanda de dichos bonos de modo de no afectar negativamente sus precios.

El bono que ofrecerá el Mecon será **“Bono en Moneda Dual Vencimiento 2036”** con un plazo de 13 años, denominado en USD, con pago en USD, amortización al vencimiento y un ajuste que resulte del mayor entre CER + 3% o USD “A3500” + 3%.

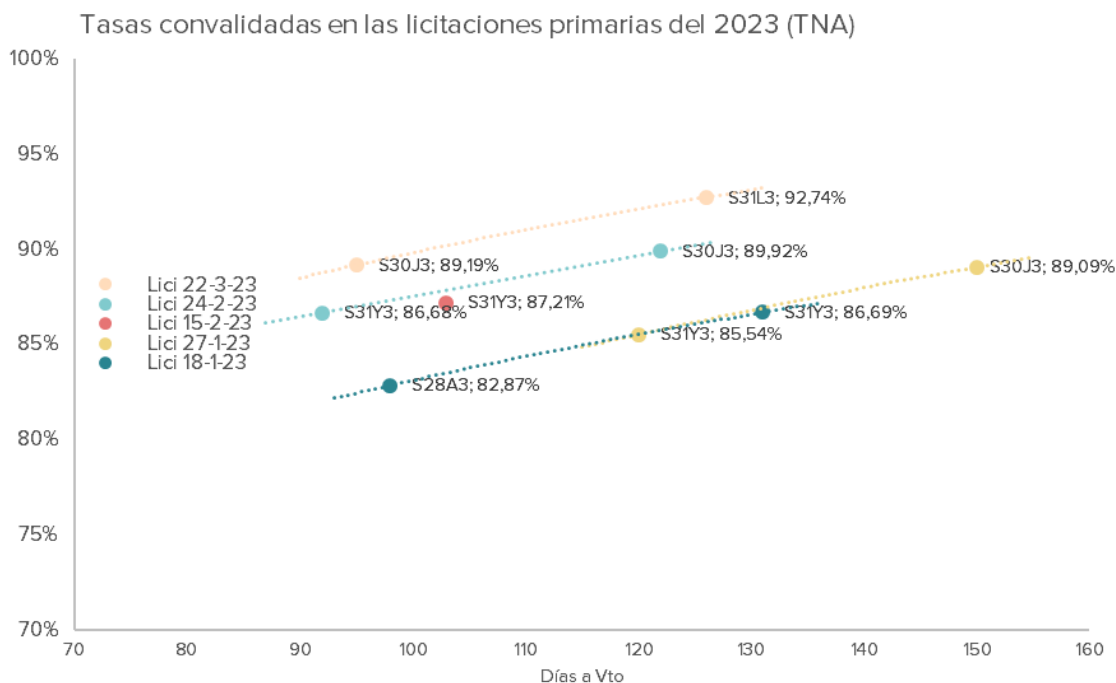
**2. Licitación del Tesoro:** El día miércoles el Tesoro Nacional llevó a cabo la primera licitación de marzo en la que vencían alrededor de \$ 367.000 MM y se ofrecían los siguientes títulos: 2 Ledes (S30J3 - reapertura y S31L3 - nueva), 2 Lecer (X18L3 - nueva y X18S3 - reapertura), un bono Dual (TDF24) y un bono Dólar Linked (TV24) . Se recibieron ofertas por hasta \$664.000 MM y terminaron aceptando \$416.500 MM, logrando así una tasa de rollover de 113,5%. Esta última parece estar por debajo de la tasa necesaria para cerrar el programa financiero acordado con el FMI.

Tasa de Rollover



Fuente: IEB en base a MECON

Analizando las últimas licitaciones, a medida que nos acercamos a las elecciones, se le hace cada vez más difícil al Tesoro colocar deuda, por lo que debe recurrir a convalidar mayores tasas y achicar los plazos. En esta última por ejemplo, solo el 25% de lo que se colocó pudo postergarse a 2024 sumado a que el grueso de las ofertas se concentraron en los papeles con vencimiento anteriores a julio de 2023. Otra de las señales que propagan desconfianza, es el hecho de que el Tesoro cada vez convalida mayores tasas en los instrumentos a tasa fija. Esto se puede explicar por dos cuestiones, una es que ante la aceleración inflacionaria los inversores demandan mayores tasas para estar cubiertos a esta y por otro lado, que la incertidumbre a medida que nos acercamos a octubre es cada vez mayor. **En fin, ambas explicaciones tienen un denominador común y es que la coyuntura macroeconómica comienza a mostrar síntomas de inestabilidad.**



**3. Déficit Fiscal:** El lunes se conoció el déficit fiscal del mes de febrero que fue de \$228.134 MM. Esto representa un aumento del 94% en términos reales. Cabe destacar que si bien el gasto en términos reales registró una pequeña caída, el factor más determinante fue la caída en los ingresos. Entre ellos, la cuenta de derechos de exportación o de “retenciones” que atravesó una reducción del 45% en términos nominales. Esta reducción en el ingreso era de esperarse, ya que el nivel de liquidación del sector agroexportador en lo transcurrido del 2023 cayó considerablemente y también siembra preocupación para lo que queda de este año ya que la sequía no solo afectará la acumulación de dólares por parte del BCRA, sino que además tendrá un fuerte impacto en la recaudación del Tesoro.

Con este dato, queda en jaque la meta consensuada con el FMI de déficit, ya que en el primer bimestre del año se consumió el 98% de lo acordado para los primeros tres meses del año. Ante esto, el BCRA y el Tesoro en una decisión coordinada por ambas instituciones, dispusieron de “Adelantos Transitorios” como medio de financiamiento al Tesoro. Esto, en materia de déficit, mejora las posibilidades para el cumplimiento de la meta con el Fondo sin embargo, acomete contra el objetivo del Ministro de Economía de controlar la inflación y escaladas en la brecha. **Es en este marco en el que deben leerse las nuevas medidas, con un Tesoro que ha recurrido ya al BCRA pidiéndole Adelantos Transitorios por \$130.000 MM para cubrir gastos, \$1,6 BB de financiamiento extra representan -para el gobierno- un gran alivio. El fondo de toda la inestabilidad macro termina siendo, claramente, el frente fiscal y mientras no se ataque este problema de fondo, es difícil pensar una normalización o estabilización de la macro.**

Obviamente es prácticamente imposible pensar en dicha normalización en un año electoral y a menos de un año de un recambio presidencial. Pero en definitiva, todas las medidas que se van tomando: monetarias,

fiscales y cambiarias apuntan solo a “parchear” la cuestión de fondo que sigue sin resolver: **Para llevar a la Argentina a un sendero virtuoso hay que reducir el gasto público, bajar la presión tributaria y reducir el déficit fiscal: algo nada fácil.**

## DÓLAR

Durante esta semana los FXs financieros registraron un retroceso del 2%. Si bien podría parecer que las medidas de esta semana (ver sección economía) apuntan a una contención de los dólares paralelos, creemos que esto es un efecto secundario. El principal efecto es lograr financiamiento para el Tesoro. Desde el punto de vista técnico las medidas tomadas no afectan de forma directa los dólares financieros: los globales con los que se hará el Tesoro vía canje en principio serán deslistados (reducción de deuda externa) y los bonares que serán vendidos o licitados (no queda claro aún el mecanismo) le darán profundidad al mercado, permitiendo una mayor dolarización de las tenencias. En este sentido son clave las medidas que se vayan tomando para que el mercado pueda absorber la cantidad de nominales sin afectar su precio. En esa línea va la decisión de la CNV de derogar la prohibición de operar Bonares contra dólares y Globales contra pesos. Creemos que vendrán más medidas (alguna para los FCI, bancos, compañías de seguro, etc.) y que el resultado que se termine dando sobre la brecha es incierto ya que en gran medida queda supeditado al aumento que se le pueda dar a la demanda de bonos contra dólares.

En este sentido creemos que el problema de fondo que **afecta a la Argentina no ha sido subsanado en lo más mínimo: un desbalance enorme entre la oferta de divisas y la demanda de las mismas.** Por el lado de la oferta, está severamente afectada por la abrupta caída que se espera en la liquidación del agro (en un escenario base sería una reducción de USD 13.000 MM, en un escenario extremadamente malo podría llegar a ser USD 20.000 MM). Por el lado de la demanda, una balanza energética que continuará siendo negativa (aunque muchísimo menor a la registrada en 2022), pagos de cupones por aproximadamente USD 1.000 MM (en julio), los dólares necesarios para la atención del servicio de deuda de empresas privadas e importaciones necesarias para el funcionamiento de la economía. Este combo resultará en un año muy complicado para el BCRA no sólo en lo que se refiere al cumplimiento de las metas con el FMI en lo referente a reservas internacionales sino también a los efectos que se desprenden de dicha situación: desaceleración de la economía por “pisada” de las importaciones, y presión en el tipo de cambio (que se ve exacerbada por el constante y persistente aumento de los pasivos monetarios y pasivos remunerados).

Nuestro “benchmark” del CCL continúa incrementando su desvío frente al observado en el mercado. Creemos que más allá de las acciones que pueda ir tomando el gobierno cada día que nos acercamos a las PASO y al fin del mandato de este gobierno las presiones que se van acumulando tornan cada vez más desafiante el control de la brecha por parte del gobierno. **En este sentido nuestra visión hacia adelante es comenzar una lenta dolarización de las carteras: en años electorales la asimetría de riesgo que presenta la dicotomía entre tasa y dólar se vuelve especialmente relevante.**

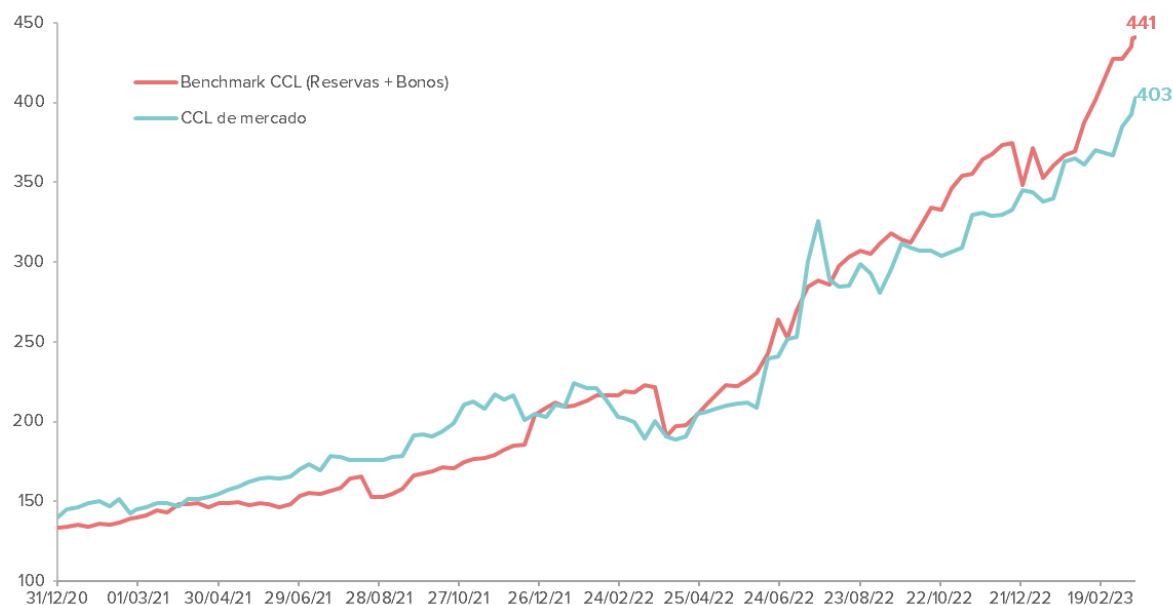
## Balance Sintético del BCRA

	31/12/2021	30/6/2022	31/12/2022	31/1/2023	28/2/2023	17/3/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	42.787	41.298	41.417	38.709	37.672
2. Bonos - USD MM	7.924	6.045	6.720	9.116	8.395	7.311
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.832	48.019	50.533	47.104	44.983
4. Pasivos Monetarios - \$ miles	4.895.545	5.421.144	7.340.547	7.721.215	7.769.439	7.737.750
5. Pasivos Remunerados - \$ miles	5.044.615	6.896.104	10.483.446	10.944.518	11.643.740	12.092.322
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	209	252	371	369	412	441
7. CCL	203	252	344	365	367	403

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

Lo cierto es que a hoy, nuestro “benchmark” arroja un valor para el CCL de **\$441** frente a un valor de **\$391** observado ayer, lo que implica un preocupante desvío de **12,7%**. Continúa en el mercado el sentimiento de que los dólares financieros están “baratos”, indicando que las expectativas de los agentes son claramente alcistas.

CCL y Benchmark del CCL

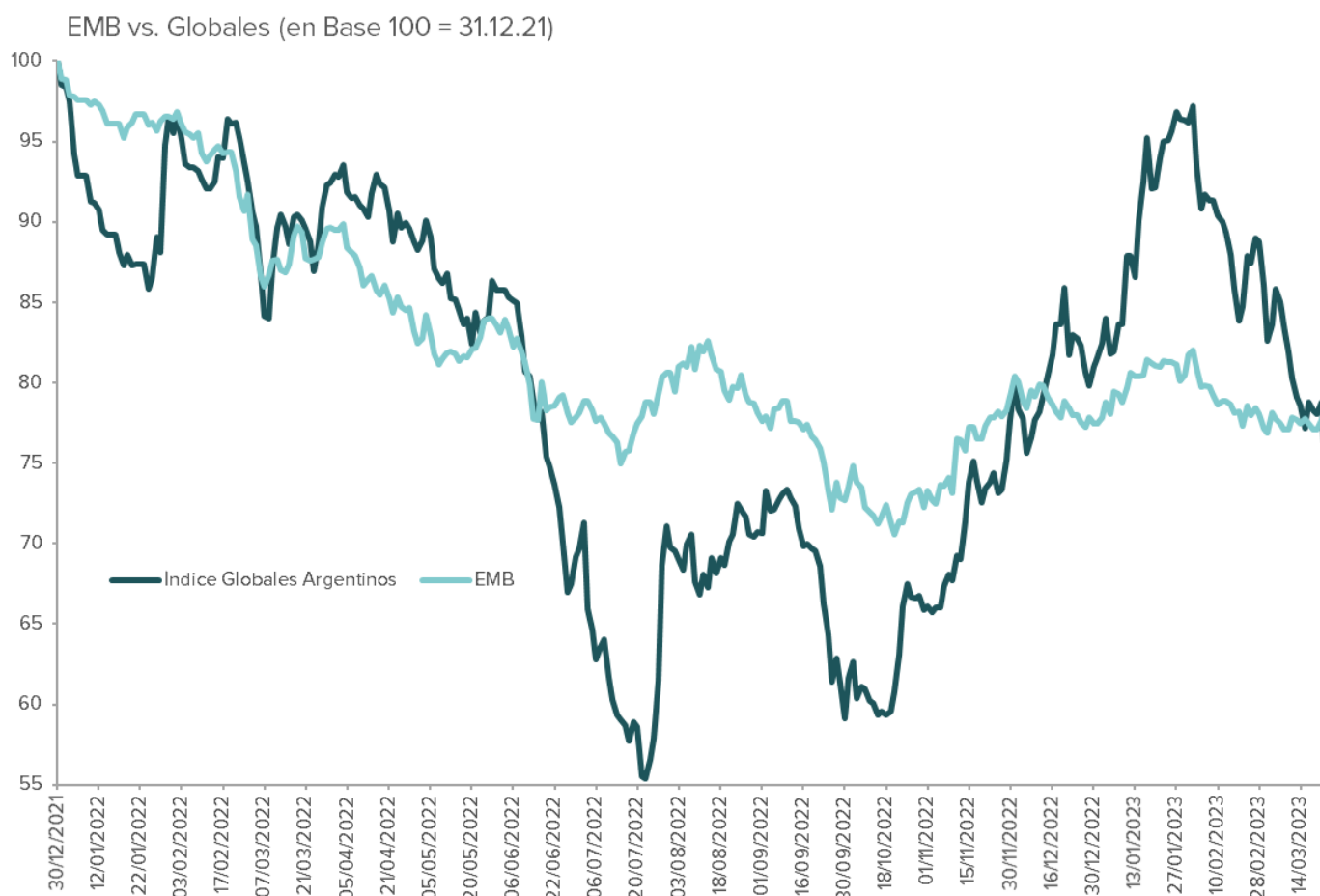


Fuente: IEB en base a BCRA

La suba de tasas de la semana pasada a una TNA de 78% termina traduciéndose nuevamente en tasas reales negativas lo que: a) no es lo que el gobierno se había comprometido con el FMI y, b) desanima la absorción de pesos y alienta la dolarización.

## BONOS GLOBALES

Los bonos en dólares argentinos atraviesan un momento bastante particular. Las caídas registradas, sobre todo en los últimos días y que probablemente puedan continuar en el futuro inmediato, se deben a cuestiones locales. Podemos deducir esto, ya que el EMB registró una suba acumulada de 1,80% en las tres últimas ruedas, mientras que los bonos soberanos en dólares argentinos atravesaron grandes caídas.



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Sin lugar a dudas, los decretos anunciados sobre las tenencias de bonos soberanos en dólares de organismos públicos de esta semana han generado cierto ruido y presión a la baja en las paridades de los instrumentos. Por un lado, ya que estas entidades generarían una gran presión vendedora sobre los mismos,

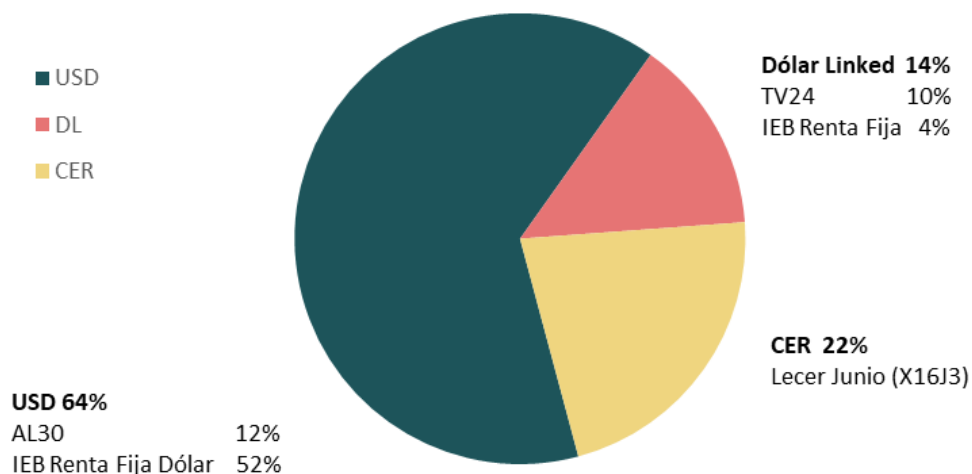
y por otro lado, deja el antecedente de que si el Gobierno lo dispone, no le tiembla el pulso a la hora de intervenir en el mercado secundario e influir en el precio de estos activos. Lo que genera una mayor desconfianza en el mercado.

En un horizonte de mediano plazo, entendemos que estos bonos son el mejor refugio para transitar este año electoral y un posible cambio de gobierno. No descartamos y seguimos sin descartar ruidos como el de los recientes decretos y mayores acciones que en el corto plazo puedan afectar negativamente sobre la paridad de estos. Por lo que si bien a precios actuales nos parecen sumamente atractivos, puede ser una decisión prudente armar posición en estos de manera escalonada, ya que no descartamos que se presenten mayores adversidades para estos, es más, atribuimos serias probabilidades a esto.

## CARTERA RENTA FIJA

El CCL registró un movimiento de 2,1% durante la semana. Luego de lo expuesto en la sección dólar, vemos un escenario en el que naturalmente comienza una dolarización de las carteras. Por ello, nuestra cartera pasa a quedar conformada en un 64% por activos denominados en dólares (de un 57% la semana anterior) y el restante en pesos.

Cartera Convicción

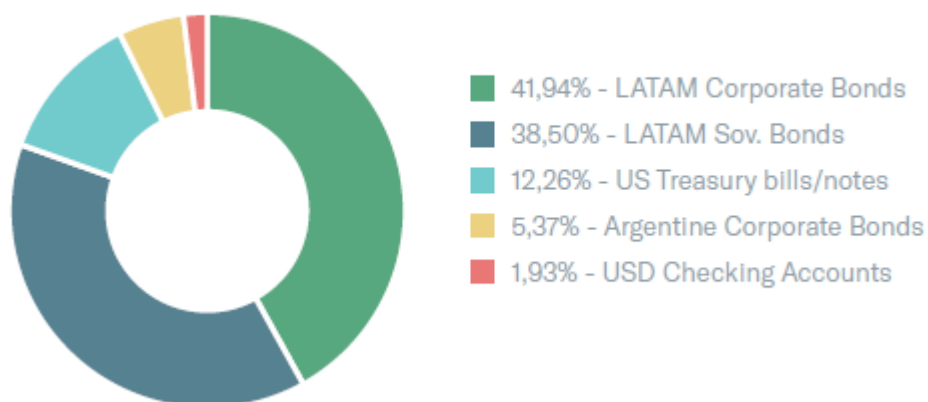


El AL30, bono soberano elegido como uno de los instrumentos de la cartera dolarizada, registró un rendimiento levemente positivo de 0,63%. Dado el contexto local e internacional decidimos reducir lo alocado a dicho instrumento a un 12% de la cartera. No obstante, continuamos consideramos que -incluso después de la fuerte caída registrada luego de las medidas anunciadas por el gobierno- los bonos soberanos presentan atractivo a largo plazo (ver nuestro [informe](#)). Si bien gran parte de su futura performance está condicionada a lo que ocurra con los flujos a emergentes (amplificados sus movimientos



por el alto beta que presentan los instrumentos argentinos). El remanente de la cartera dolarizada (un 52%) continuamos destinándolo al fondo IEB Renta Fija Dólar como forma de hedgear la exposición a Argentina.

### ▶ MAIN HOLDINGS BY SECTOR



Para la cartera alocada en pesos y según lo expresado en las secciones anteriores, si bien vemos un gobierno dispuesto a defender la deuda en pesos (puesto que es la única fuente de financiamiento que le ha quedado) vemos con creciente inquietud el movimiento de los dólares financieros.

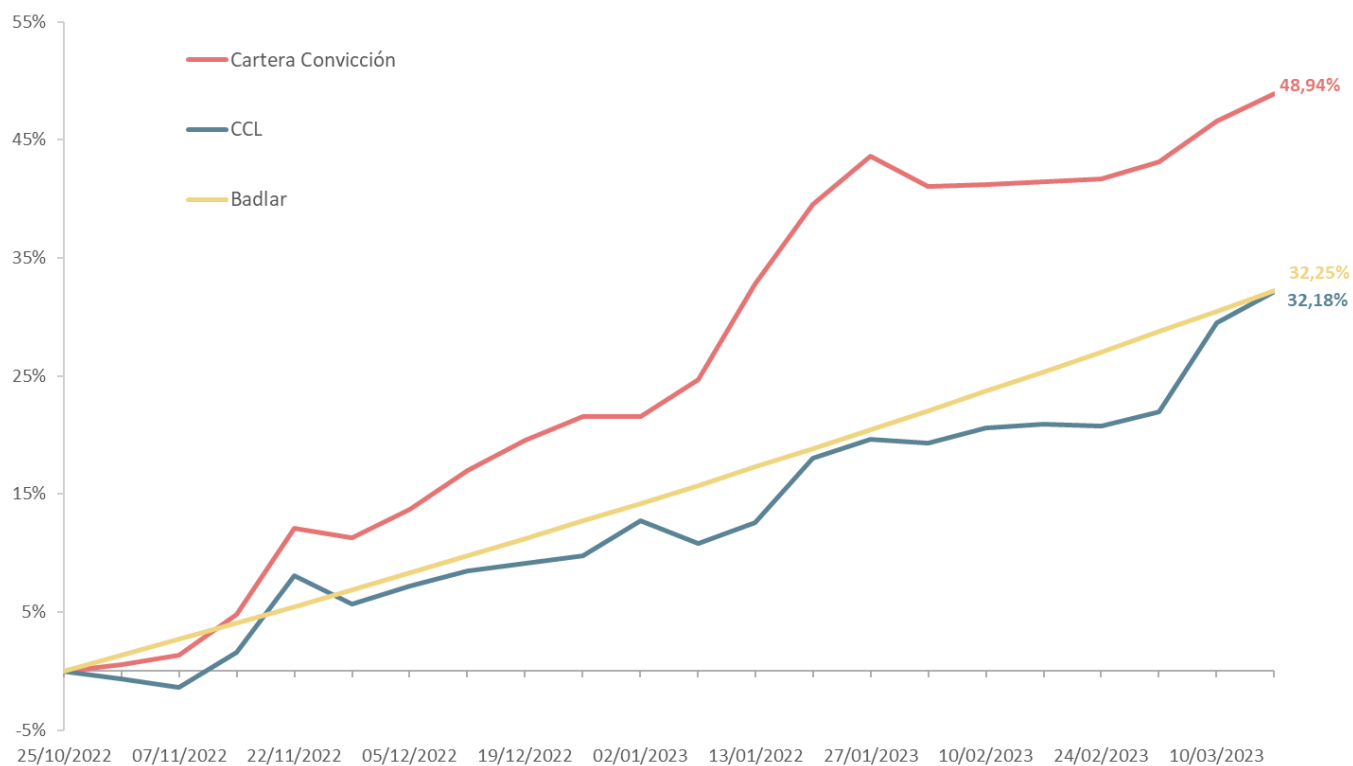
Así, luego de conocido el dato de inflación nuestra preferencia se centra en instrumentos basados en CER. Un 22% de la cartera la aplicamos a la lecer junio (X16J3) ya que creemos que ha sido una estrategia ganadora no haber ingresado al canje y luego que el incremento en la nominalidad de la economía hace de estos instrumentos los preferidos para ganarle a la inflación. **Finalmente mantenemos en la cartera instrumentos DL, en especial el bono DL TV24 y el fondo IEB Renta Fija.**

La cartera tuvo un resultado positivo del 1,61%, impulsada fuertemente por el desempeño de la lecer junio que rindió 2,53%, seguido por el TV24 que lo hizo un 1,89%.

Moneda	%	% Instrumento	Rdto	Precio 10-Mar	Precio 17-Mar	Rdo x Moneda	Rdo Total
USD	57%	22.0% AL30	0.63%	9,550	9,610	0.73%	1.61%
		35.0% IEB Renta Fija Dólar	1.70%	0.990	0.992		
ARS	43%	13.0% Lede S31Y3	1.59%	84.31	85.65	0.88%	
		14.0% TV24	1.89%	19,330	19,695		
		16.0% Lecer X16J3	2.53%	144.15	147.80		

Para el rendimiento de lo alocado a pesos destacaron particularmente la lede mayo (S31M3) que se incrementó un 1,62% y la lecer junio (X16J3) que lo hizo un 1,48%. Así el rendimiento de los activos denominados en pesos fue de 0,65%.

### Rendimiento de la cartera



Retornos Mensuales					
	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23
Cartera	11.31%	9.19%	18.13%	-1.29%	5.09%
Badlar	6.86%	5.46%	6.88%	5.47%	4.11%
CCL	5.70%	3.88%	8.96%	0.94%	9.46%

**GRUPO IEB**

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre IEB (1414) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://invertirenbolsa.com.ar>

---

**RESEARCH**

**IGNACIO SNIECHOWSKI**

*Head of Research*

[isniechowski@grupoieb.com.ar](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

**AGUSTÍN GONZALEZ CAPDEVILA**

*Analista*

[agcapdevila@grupoieb.com.ar](mailto:agcapdevila@grupoieb.com.ar)

**LUCAS DECOUD**

*Analista*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

**GABRIEL PRORUK**

*Asistente*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

**COMERCIAL**

**MARTÍN RICCIARDI**

*Director Comercial*

[mricciardi@grupoieb.com.ar](mailto:mricciardi@grupoieb.com.ar)

**SANTIAGO CASTRO RIVAS**

*Coordinación Comercial*

[scastrorivas@grupoieb.com.ar](mailto:scastrorivas@grupoieb.com.ar)

**TRADING DESK**

**NICOLÁS CAPPELLA**

*Sales Trader*

[ncappella@grupoieb.com.ar](mailto:ncappella@grupoieb.com.ar)

**FEDERICO BROGGI**

*Sales Trader*

[fbroggi@grupoieb.com.ar](mailto:fbroggi@grupoieb.com.ar)

## DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. 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 de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.