

30 de marzo de 2023

Argentina Weekly

Mucho ruido y pocas nueces

El ruido que generaron los decretos promulgados la semana pasada y que generó un desplome en el precio de los bonos soberanos tuvo un efecto adverso al esperado. El ministro Massa debió salir a pedir un dictamen de la UBA, JxC presentó un amparo y lo único que quedó en evidencia es **el nivel de preocupación que existe en la cartera económica por la coyuntura actual**. Sin esta medida se complica la financiación del déficit (en el escenario más optimista, el gobierno utilizaría precisamente lo acordado con el FMI en el año), las licitaciones de marzo muestran tasas de rolleo cada vez menores, a pesar de que los montos ofrecidos son interesantes (creemos que el Mecon intenta cubrir el mínimo necesario para evitar incrementar deuda con tasas excesivamente altas). Para completar el cuadro, las reservas se encuentran en niveles altamente preocupantes, la recaudación impositiva crece por casi 20 puntos porcentuales por debajo de la inflación que para marzo se estima acelerándose (valores que superan el 7%).

Pasado el desplome de los soberanos se dió una fuerte recuperación que entendemos se explica por cuatro factores: Va perdiendo fuerza la probabilidad de que los decretos de canje de bonos se materialicen, un EMB estable, el viaje del presidente y el ministro Massa a EE.UU. que podría redundar en algunos dólares adicionales y un proceso de dolarización de carteras (principalmente de tesorerías) que encontró en los soberanos un instrumento atractivo.

El mercado de acciones argentino también registró importantes subas como producto del incremento en los bonos soberanos, luego de haber tocado valores piso. Nuestra posición sigue siendo la misma: a falta de drivers genuinos el S&P Merval probablemente lateralizará en valores de entre 550 y 650 puntos hasta comenzar a incorporar las expectativas de un recambio presidencial.

TRADING IDEAS

- ✓ Retorno atractivo directo vía [sintético del TV23](#)
- ✓ Alternativa a plazo fijo utilizando la [lede abril \(S28A3\)](#)
- ✓ En la renta variable nos continúan gustando Vista Energy, YPF, Transener, Pampa Energía, TGS y TGN.

ECONOMÍA

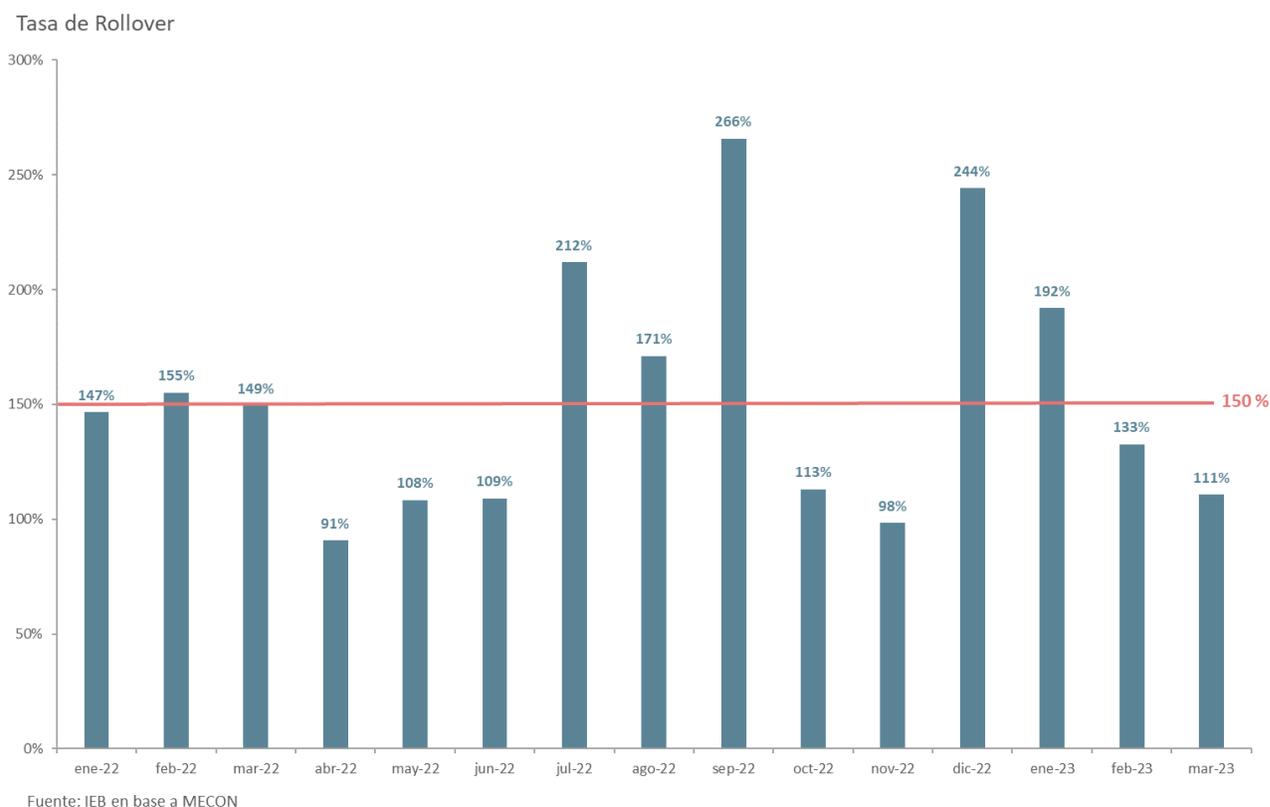
Analizamos en detalle los aspectos que consideramos más relevantes de la macro argentina: financiamiento del Tesoro, reservas y nivel de actividad.

1. Financiamiento del Tesoro: El miércoles 30/03 tuvo lugar la última licitación del mes de marzo en donde se buscaba financiar vencimientos por \$285.000 MM explicados por el vencimiento de la lede de marzo (S31M3). Se pueden sacar diversas conclusiones del resultado: En primer lugar, haciendo una observación sencilla puede decirse que esta ha sido productiva para el Tesoro, ya que ha obtenido financiamiento neto positivo. **Sin embargo, hilando más fino, entendemos que las licitaciones de marzo han tenido resultados “cuestionables”.**

En primer lugar, empieza a flaquear el financiamiento neto positivo del Tesoro - medido en este caso por las “Tasas de Rollover” - por lo que el Mecon cada vez tiene más presiones en la manera de financiar el déficit. Recordemos que una de los primeros logros del ministro Massa fue el de restringir la financiación del déficit vía Adelantos Transitorios del BCRA (llegó incluso a devolver dinero a la autoridad monetaria). Todo ello parece haber quedado atrás puesto que el pasado 17/03 el BCRA realizó un giro de \$ 130.000 MM bajo este concepto agotando la meta que se había acordado con el FMI.

Entre varios factores, esto se explica por el impresionante déficit fiscal de enero, por la caída en la financiación del mercado (agentes privados) al Tesoro durante el 2023 y por la drástica reducción de ingresos en la cuenta de “Derechos de Exportación” (Retenciones) que se vio en febrero y que, muy probablemente, se observe también en marzo. **Sea cual fuera el motivo esto confirma que Massa se encuentra cada vez más contra las cuerdas, y que recurrirá a cualquier artificio para llegar de “cualquier” manera al fin del mandato presidencial.**

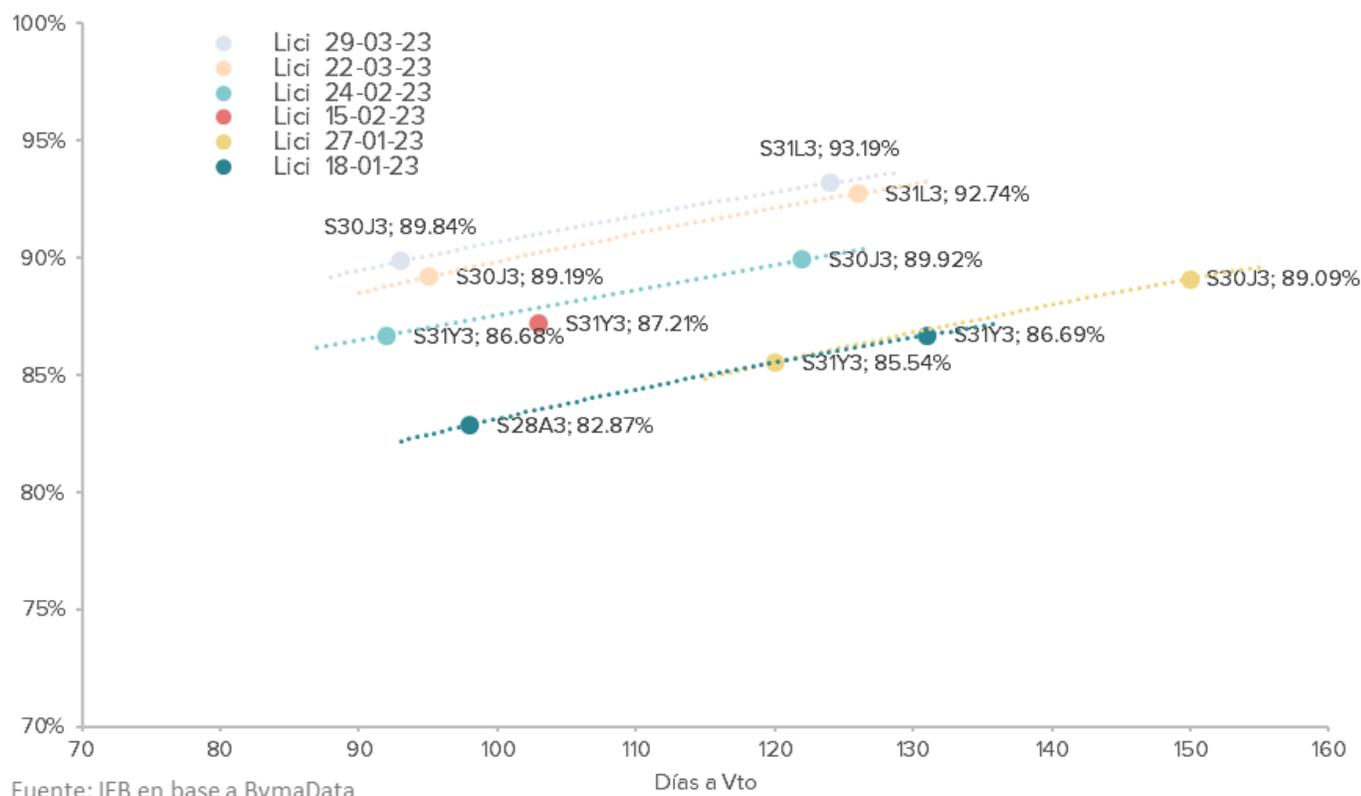
Si hay algo que ha dejado como conclusión la saga de los DNU de la semana pasada es que el gobierno se encuentra frente a fuertes restricciones; de otra manera no se explica tanto ruido y pocas nueces.



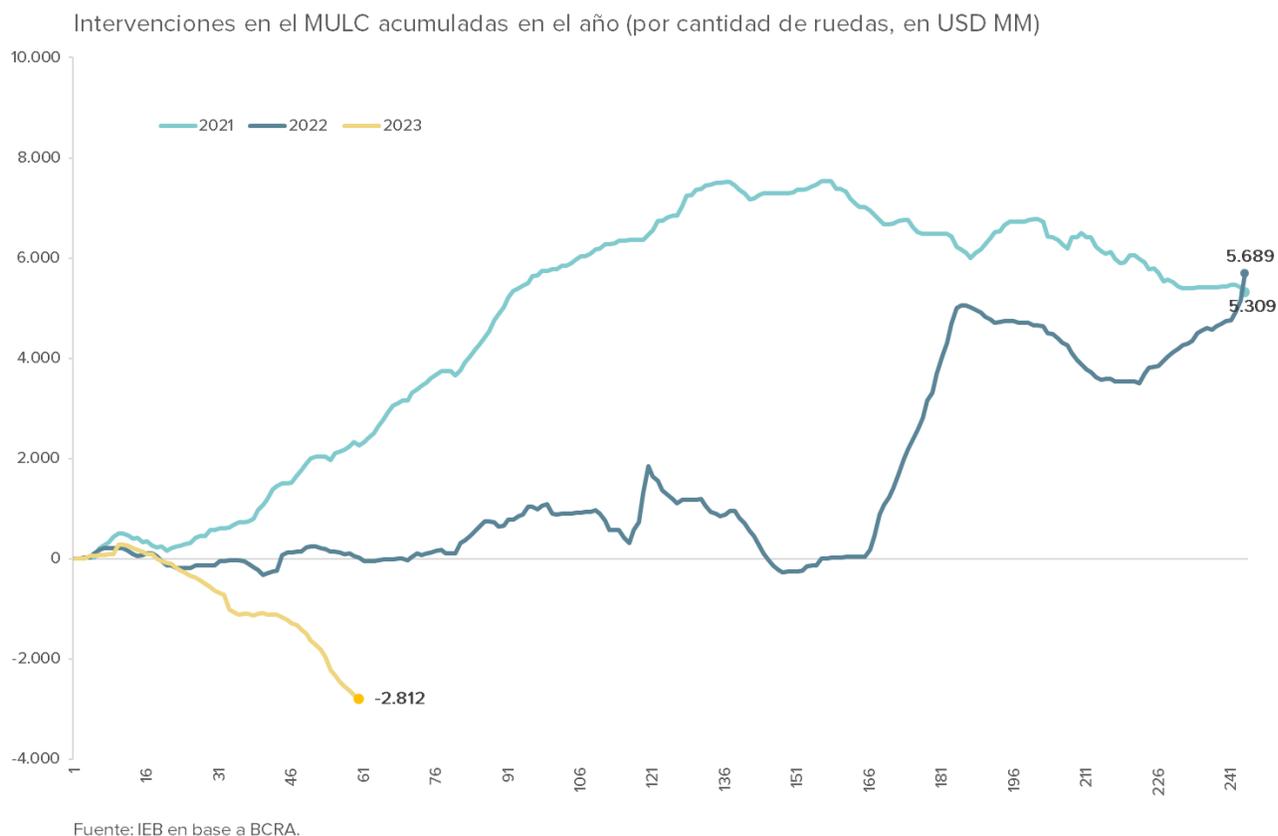
La señal optimista que nos deja esta licitación es que se recaudó más mediante instrumentos que vencen en 2024 - calculado como: Total de VEA del TV24 / Total de VEA - que en la anterior. Sin embargo, las tasas que convalida el Tesoro son cada vez más altas, por lo que una vez más se confirma la hipótesis de que la confianza de los inversores es cada vez menor y debido a esto, el Mecon debe aceptar tasas mayores. Llama la atención el nivel de rechazo que hubo - se aceptaron el 45% de las ofertas - y si bien, hace unos meses atrás nos inclinábamos por tomar esto como una señal positiva, es decir que todavía había apetito en el mercado por instrumentos del Tesoro.

Ahora, nos inclinamos cada vez más a pensar que si bien esto puede ser así, estas ofertas no terminan de propagar confianza, ya que se presentan con niveles de tasa superiores a los ya elevados que toma el Tesoro. La Lede de Julio (S31L3) marcó un nuevo récord en términos de TNA - 93,19%, equivalente a una TEA del 125%. Mientras que por otro lado, el caso de la Lecer de Septiembre (X18S3) es más preocupante, ya que con una dinámica como la actual de 6,5% de inflación, la TEA ofrecida se ubicó en aproximadamente 128%. Entendemos que esta última al ser más difícil de licuar que la S31L3 tuvo mucho menor aceptación que la Lede mencionada.

TNAs Convalidadas en Licitaciones Primarias (2023)



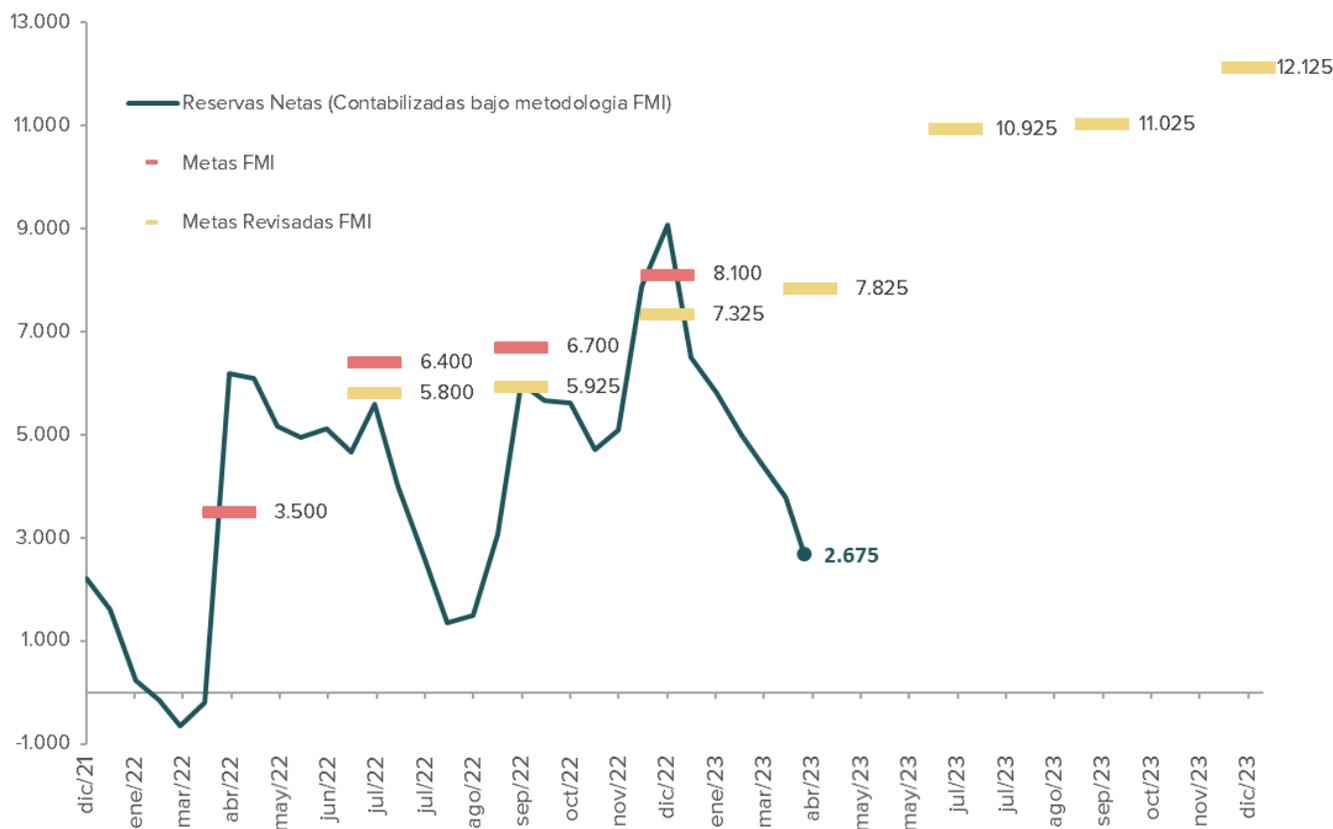
2. Reservas: La constante sangría de reservas del BCRA parece no tener fin y, en nuestra opinión, se está convirtiendo en una gran preocupación ya que ha tomado una dinámica muy preocupante. Solo en las últimas 7 ruedas vendió USD 852 MM - lo que representa la mitad de las reservas netas actuales. En lo que va del año, la pérdida de reservas alcanza un valor en el acumulado del año de USD -2.812 MM. Esta realidad es muy distinta a la de los años anteriores, por ejemplo a fines de fines de marzo de 2021 el BCRA había logrado acumular USD 2.265 MM, mientras que el panorama para 2022 fue un poco más adverso pero positivo al fin ya que acumulaba compras por USD 24 MM. **Esto es explicado en gran parte por el efecto que causan los dólares diferenciales cuando no están, y es que prácticamente desaparece la oferta de dólares.**



En este sentido, la liquidación del sector agroexportador se mantiene escasa a la espera de un nuevo programa de incentivo exportador. La buena noticia, aunque claramente no suficiente, es que el ingreso de divisas proveniente del campo en marzo mejoró en relación a los dos meses previos, aunque todavía se mantiene muy por debajo del promedio para los últimos 20 años. Por otro lado, la sequía sin lugar a dudas es otro factor que se debe monitorear ya que por el momento dejarán de ingresar USD 20.000 MM debido a esta y las estimaciones todavía pueden ser actualizadas a la baja.

En cuanto a la meta de reservas internacionales, cada vez se encuentra más lejos el objetivo acordado con el fondo de lograr un incremento de reservas por USD 500 MM para el primer trimestre del año. Si bien todavía no es oficial esperamos una recalibración de las metas a fin de evitar un incumplimiento en el acuerdo.

Meta de Reservas Internacionales acordada con el FMI



Fuente: IEB en base a BCRA y FMI.

Como solución al problema, salió a la luz la posible implementación de un “dólar agro” que se anunciaría oficialmente el día lunes, el cual tendría por objetivo promover las exportaciones y de esta manera facilitar la acumulación de reservas por parte del BCRA. Comenzaría en abril con un tipo de cambio preferencial para la soja que registrará sólo por ese mes (lo que sería el “Dólar Soja 3”), y seguiría a partir de mayo con dólares para las economías regionales que registrará por 3 meses. Todo esto, según trascendió, en el marco de un plan de estabilización cambiaria orientado a simplificar y comenzar un sendero de unificación de los múltiples tipos de cambio actualmente existentes. Finalmente, según ha dejado trascender el mismo ministro es probable que a su retorno se anuncien fondos frescos con organismos internacionales (Banco Mundial, CAF, BID) por USD 3.000 MM.

En último lugar, la semana pasada se observó una importante reducción en las reservas brutas del BCRA (más específicamente en la cuenta “Efectivos Mínimos”) como consecuencia del retiro de depósitos en dólares por parte de ahorristas. Si bien, entendemos que, por el momento, no es un monto que deba preocupar, vale la pena destacar esta dinámica, ya que en caso de persistir puede tener implicancias más graves para el BCRA. Precisamente, los encajes de privados en dólares habrían caído cerca de USD 450 MM, un número que si se tiene en cuenta el stock actual de dólares del BCRA no se debe dejar de seguir.

3. Nivel de Actividad: Luego de cuatro meses consecutivos de caída en el nivel de actividad en enero mostró un leve incremento de 0,3%, de todas maneras no es un dato para festejar puesto que el arrastre estadístico con que inicia 2023 es de -0,8%. **En una economía con el consumo en caída, importaciones pisadas, salarios reales bajos y exportaciones del agro muy comprometidas es difícil pensar que más temprano que tarde los números vuelvan a rojo.**

DÓLAR

Los FXs financieros se recuperaron de las caídas tras el anuncio del canje, y el CCL ya se ubica nuevamente en \$400. Como dijimos, no estaba del todo claro el impacto - en nuestra opinión bajo, o nulo - que esta medida tendría sobre los dólares y tras caer de pequeña manera en el primer día posterior a la noticia, el CCL trepó nuevamente y se encuentra muy cercano a su anterior máximo de \$403.

Balance Sintético del BCRA

	31/12/2021	30/6/2022	31/12/2022	28/2/2023	26/3/2023	Diferencia vs. 28/02/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	42.787	41.298	38.709	37.606	-1.103
2. Bonos - USD MM	7.924	6.045	6.720	8.395	6.952	-1.443
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.832	48.019	47.104	44.558	-2.546
4. Pasivos Monetarios - \$ miles	4.895.545	5.421.144	7.340.547	7.769.439	7.638.960	-130.478
5. Pasivos Remunerados - \$ miles	5.044.615	6.896.104	10.483.446	11.643.740	12.287.060	643.320
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	209	252	371	412	447	35
7. CCL	203	252	344	367	400	33

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

El ritmo del deterioro en la situación patrimonial del BCRA no afloja, en lo transcurrido de marzo nuestro benchmark aumentó un 8,5%, \$35 en términos nominales. Esto se puede explicar principalmente por la caída del activo - Reservas y cotizaciones de bonos - y el crecimiento de los pasivos remunerados que mes a mes crecen en aproximadamente \$700.000 MM. **Sin lugar a dudas, el CCL tiene suficientes razones para continuar su rumbo alcista, sin embargo no son nulos los argumentos para fundamentar cierta estabilidad en el corto plazo. Utilizando la sequía como medio para la negociación, Massa podría no solo volver de Estados Unidos con una recalibración de las metas sino que además con dólares para engrosar las reservas del BCRA.** Esto es importante, ya que el desvío actual de nuestro benchmark con el CCL ubicado en 11,8% puede reducirse. Suponiendo que el ministro de economía logra recaudar USD 3.000 MM de organismos multilaterales, como salió a la luz en un importante portal de noticias, el Benchmark se reduciría a \$419 lo que impactaría a su vez al desvío de ambas variables que se acortaría a 4,75%.

CCL y Benchmark del CCL

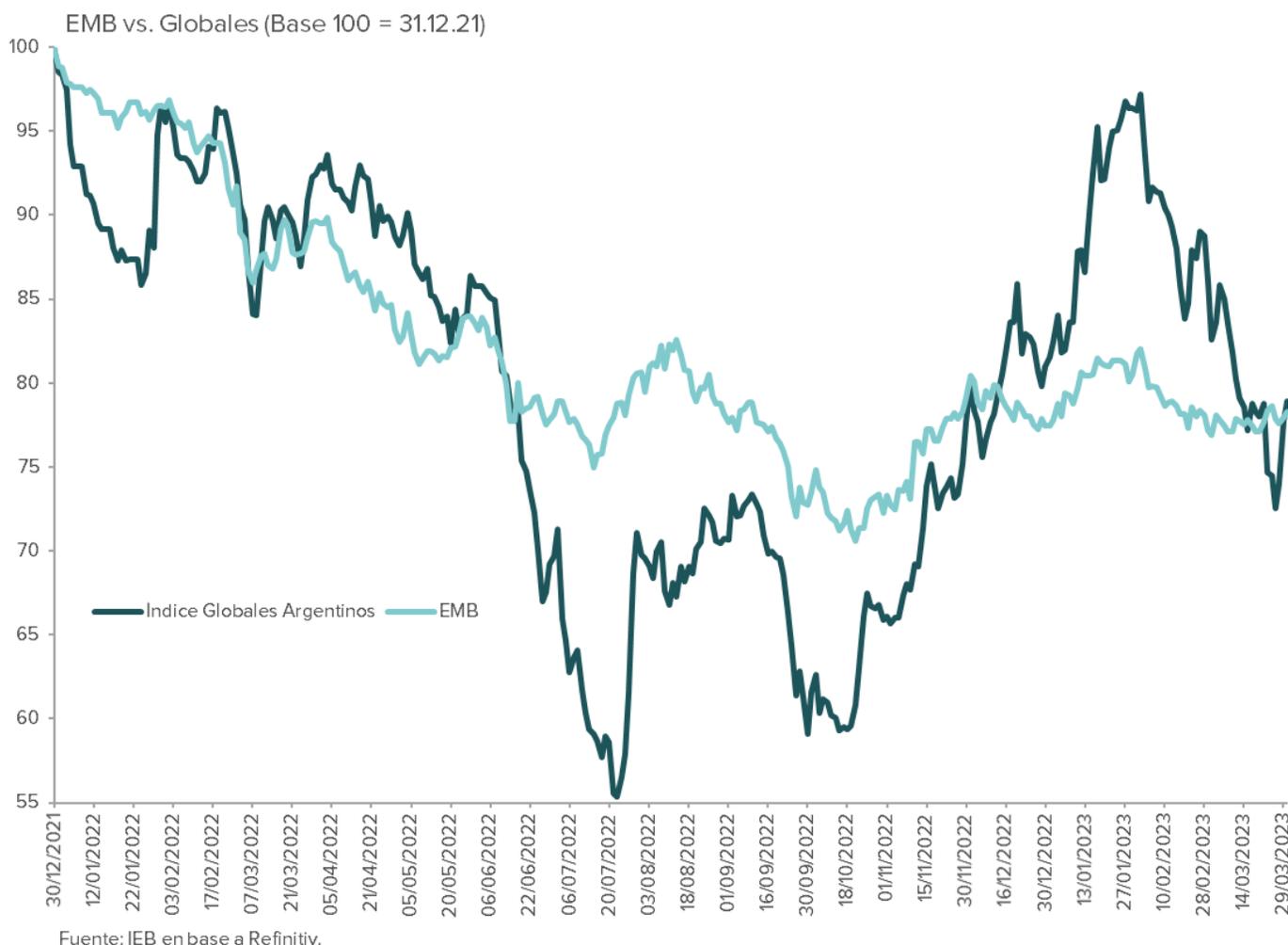


Por último, la nueva implementación de tipos de cambio diferenciales puede hacer crecer la oferta de dólares, que hasta ahora era muy escasa. Esto, al igual que en diciembre, puede hacer caer nuestro valor de referencia para el CCL y traer mayor estabilidad al FX en el corto plazo.

BONOS SOBERANOS

En las últimas ruedas, los bonos en dólares argentinos, atravesaron rebotes generalizados y recuperaron toda la caída que tuvieron tras el anuncio sobre el canje y la venta de bonos soberanos en dólares en manos de organismos públicos. Esta suba entendemos que tiene varias explicaciones, entre las que se mezclan tanto cuestiones internacionales como locales.

Por un lado, ante la incipiente crisis bancaria, las expectativas de subas de tasas por parte del mercado se redujeron notablemente. Esto, si bien de manera acotada ya que justamente en momentos como el actual lo que suelen buscar los administradores de portafolios es achicar el riesgo, ha provocado que el EMB suba 0,5% en los mismo días donde tuvo lugar el rebote de los bonos argentinos.

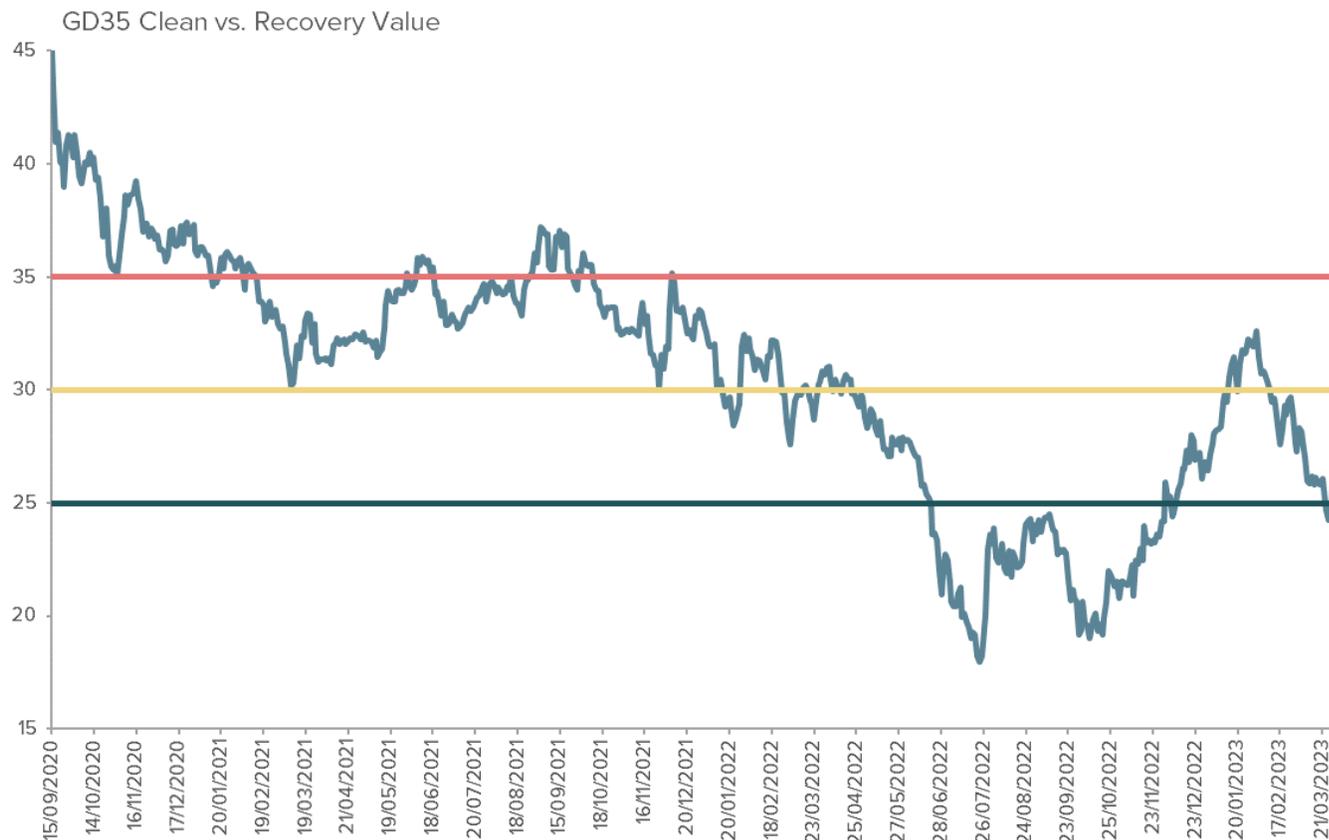


Luego, entendemos que las cotizaciones de estos han sido impulsadas al alza por la coyuntura local. En primer lugar, la recalibración en las carteras de tesorerías encepadas pueden haber jugado un papel importante en esto. Estas, se encuentran en la dicotomía de posicionarse en instrumentos en pesos, cuyas paridades se encuentran en niveles cercanos al 100% y además con cierto riesgo de reperfilamiento ante un eventual cambio de gobierno. Mientras que, la otra alternativa es posicionarse en bonos soberanos con paridades próximas al 25% y que además tienen la ventaja de presentar cobertura al CCL.

Por otro lado, alguna especulación de que la medida anunciada por Massa deba ser dada vuelta ya que no tiene suficiente sustento legal para seguir adelante con ella pudo haber tenido impacto sobre el precio de estos bonos.

Y en tercer lugar, el rumor de que Massa logre volver de Estados Unidos no solo con una recalibración de metas menos exigentes para este año, sino que también con un desembolso mayor al pactado para reforzar

las reservas del BCRA que han estado cayendo de manera drástica. Según dejó trascender el ministro podrían sumarse hasta USD 3.000 MM por parte de tres organismos multilaterales, BM, BID y el CAF.



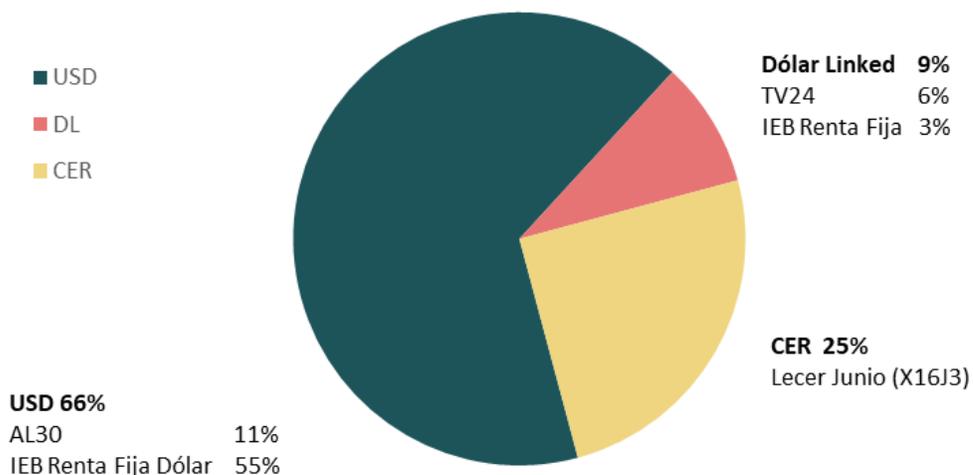
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

El spread de jurisdicciones, de los bonos con vencimiento en 2030, se encuentra en 16,48%. Un punto por debajo de lo que se ubicaba la semana pasada, y todavía algo elevado - bajo nuestra opinión - en términos históricos. En este sentido, todavía mantenemos la preferencia de Bonares por sobre Globales.

CARTERA RENTA FIJA

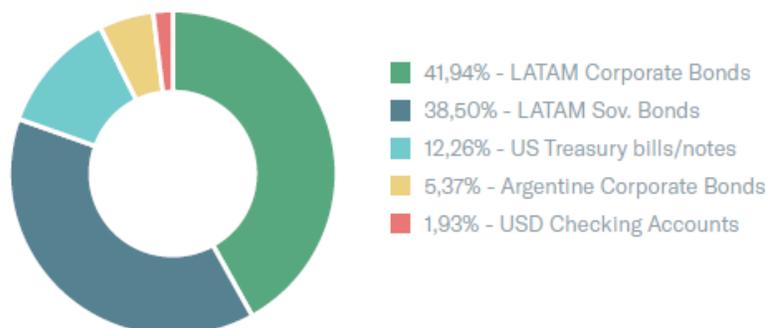
Con un balance del BCRA que se continúa deteriorando sumando presiones cambiarias y entrando a una etapa de alta incertidumbre producto de las definiciones electorales que tenemos por delante, hemos decidido avanzar paulatinamente con el proceso de dolarización de la cartera. De esta forma, nuestra cartera queda compuesta por activos en dólares en un 66% y por activos en pesos en un 34%.

Cartera Convicción



Los bonos hard dólar tuvieron fuertes correcciones de paridades como mencionamos anteriormente y el AL30 no fue la excepción. Si bien creemos que estos últimos cotizan a paridades atractivas con una mirada de largo plazo, hemos decidido reducir la tenencia del AL30 teniendo en cuenta el alto grado de incertidumbre que introdujo el contexto local, principalmente luego del anuncio del canje de Bonares. Con el objetivo de buscar cobertura frente al aumento del riesgo local hemos decidido aumentar la participación de la cartera del Fondo IEB Renta Fija USD que invierte en activos de renta fija de USA y LATAM de corta duración.

► MAIN HOLDINGS BY SECTOR



Con respecto a la cartera en pesos, decidimos aumentar la posición en activos CER, específicamente a través de la Lecer Junio (X16J3). No vemos fundamentos para una desaceleración inflacionaria, al menos en los próximos meses y todo parece indicar que tenemos un nuevo piso de nominalidad situado en 6,5%, lo que nos sugiere seguir posicionados en instrumentos CER para lograr capturar esta variación en los precios. El resto de la cartera en pesos sigue posicionada en instrumentos DL, a través del Fondo IEB Renta Fija y el TV24.

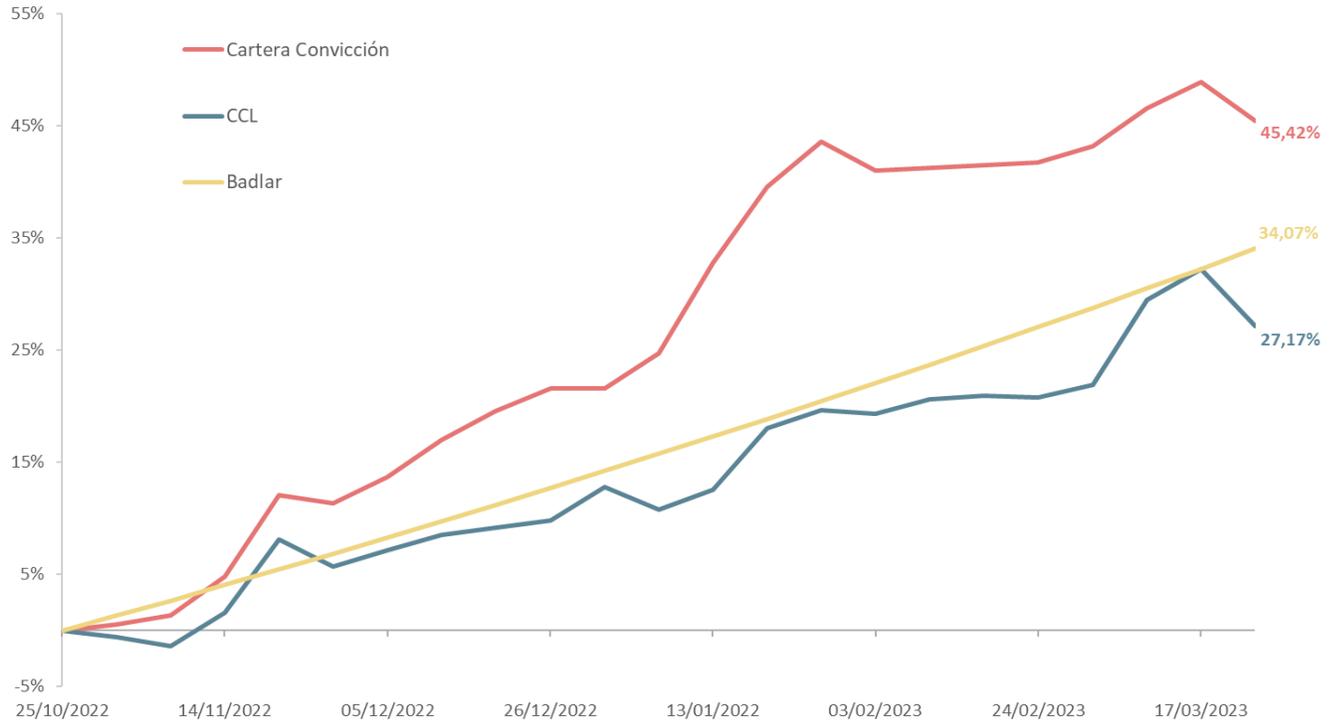
La cartera tuvo un rendimiento negativo en pesos de -2,36%, que se explica en su totalidad por la caída de los activos en dólares. Sin embargo, en este mismo periodo el CCL cayó en mayor proporción. Este último tuvo una variación de -3,79%, por lo que el rendimiento en dólares de la cartera esta semana fue positivo en un 1,48%.

Cartera Convicción	Moneda	%	% Instrumento	Rdto	Precio 17-Mar	Precio 23-Mar	Rdo x Moneda	Rdo Total
	USD	64%	12,0% AL30 52,0% IEB Renta Fija Dólar	-7,18% -3,49%	9.610 0,992	8.920 0,991	-2,68%	
ARS	36%	4,0% IEB Renta Fija 10,0% TV24 22,0% Lecer X16J3	1,20% 0,41% 1,01%	16,22 19.695 147,80	16,41 19.775 149,30	0,31%		

Por el lado de los activos en pesos los rendimientos fueron levemente positivos en un 0,31% , siendo el de mejor desempeño el Fondo IEB Renta Fija con un retorno de 1,20%.

Retornos Mensuales					
	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23
Cartera	11,31%	9,19%	18,13%	-1,29%	2,61%
Badlar	6,86%	5,46%	6,88%	5,47%	5,54%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	5,31%

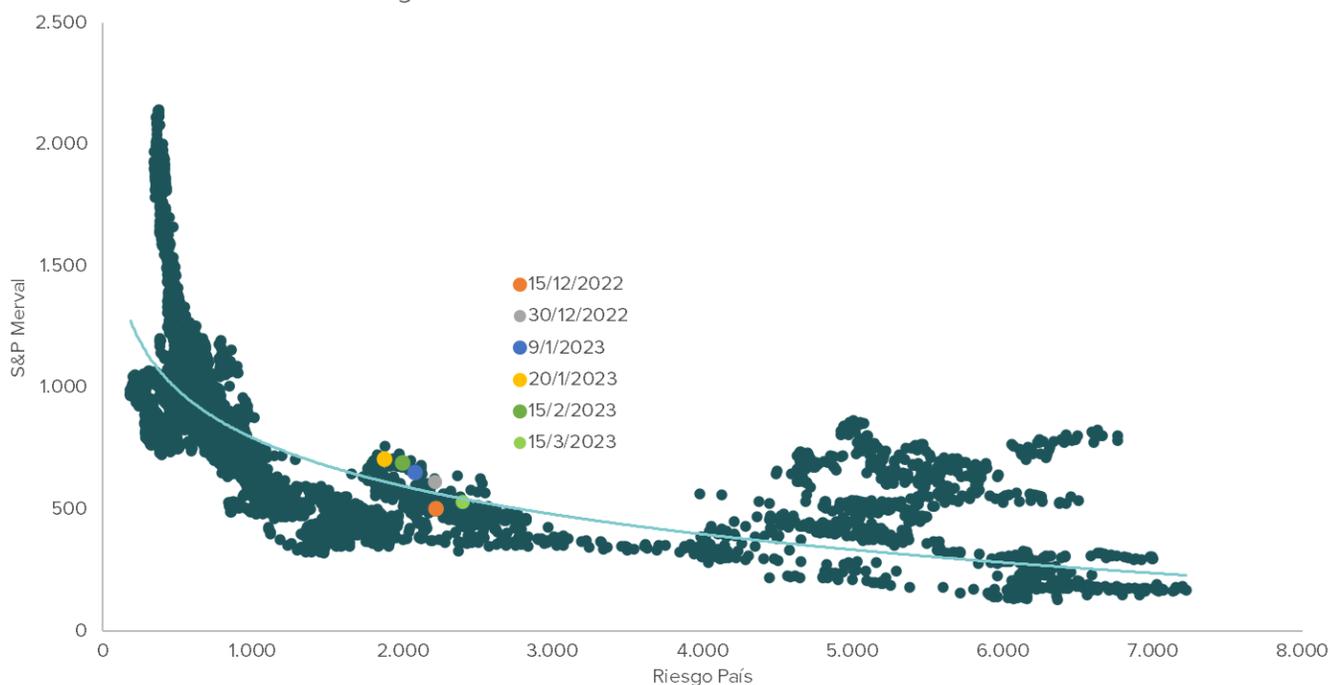
Rendimiento de la cartera



EQUITY ARGENTINO

El mercado de acciones argentino también registró importantes subas como producto del incremento en los bonos soberanos, luego de haber tocado valores piso. Nuestra posición sigue siendo la misma: a falta de drivers genuinos el S&P Merval probablemente lateralizará en valores de entre 550 y 650 puntos hasta comenzar a incorporar las expectativas de un recambio presidencial.

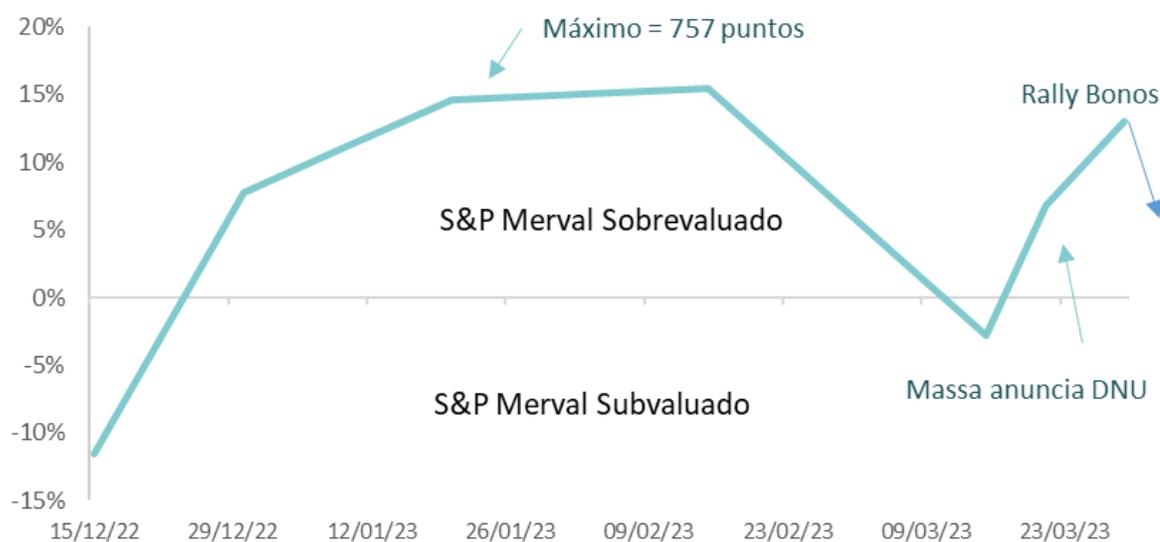
Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Luego de tocar máximo de 757 puntos a mediados de enero, el mercado de acciones argentino comenzó un proceso de repricing dado que presentaba una valuación no acorde a los niveles de riesgo país que se venían observando (ver gráfico en la siguiente página). Luego vino el efecto caída de bonos soberanos como producto del potencial canje/venta de Globales y Bonares que terminó nuevamente por desacoplar al índice de la correlación.

La fuerte suba que están experimentando los bonos en estas últimas ruedas vienen siendo mayores que las subas que registra el S&P Merval con lo cual la “sobre valuación” va perdiendo fuerza. De todas maneras a niveles de 627 puntos y con un riesgo país de 2.365 nuevamente es dable de esperar una corrección del mercado de equity o que continúe el rally de los bonos soberanos. **Lo más probable es que sea una combinación de ambos, valores de bonos soberanos acercándose a USD 30 y un S&P Merval ajustando levemente.**

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Más allá de lo dicho, a largo plazo encontramos muy interesante el retorno que se puede lograr en el mercado de equity argentino. No obstante, creemos que la recuperación será lenta y no veremos valores de 2.120 puntos (máximos de 2018) por un tiempo. Es mucho el trabajo que hay que realizar en la macro para que el entorno comience a impactar positivamente en el balance de las empresas.

No obstante el escenario actual todavía mantenemos nuestras preferencias por empresas del sector energía especialmente **Vista Energy, YPF, Pampa Energía, TGS, TGN, TRAN y TXAR**. También nos sigue gustando **BYMA** y para inversores con menor necesidad de liquidez también nos gusta **DGCU2**.

S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

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

AGUSTÍN GONZALEZ CAPDEVILA

Analista

agcapdevila@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Asistente

gproruk@grupoieb.com.ar

COMERCIAL

MARTÍN RICCIARDI

Director Comercial

mricciardi@grupoieb.com.ar

SANTIAGO CASTRO RIVAS

Coordinación Comercial

scastrorivas@grupoieb.com.ar

TRADING DESK

NICOLÁS CAPPELLA

Sales Trader

ncappella@grupoieb.com.ar

FEDERICO BROGGI

Sales Trader

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.