

14 de abril de 2023

Argentina Weekly

Llegaron los dólares del agro en el descuento

Finalmente y luego de llegar casi a reservas netas nulas, se puso en marcha la tercera versión del programa de incentivo exportador. Comenzó con un lento arranque debido a dificultades en la implementación operativa pero ya en el día de ayer se observaron las primeras operaciones con saldo positivo para el BCRA; que si bien reflejan un gran contraste en comparación a los programas anteriores, no dejan de brindar alivio a la caída de reservas del BCRA. Ya hoy, jueves, la autoridad monetaria realizó la primera compra fuerte de divisas USD 332 MM con lo cual es dable de esperar que comience un período de acumulación de reservas acompañado de una emisión “en exceso” necesaria para realizar las mismas a un dólar diferencial. **Sabemos que este “veranito” de reservas durará hasta las PASO, luego de las mismas la incertidumbre es enorme: no sabemos de donde saldrán los dólares necesarios para afrontar lo que resta del año (probablemente un ajuste más feroz del cepo) y quien resulte favorecido en dichas internas puede tener consecuencias que son difíciles de estimar.**

La semana pasada se conocieron las nuevas exigencias del FMI para este año. La novedad más grande apareció en el rubro de reservas, cuya meta para el primer trimestre del año se redujo en USD 3.600 MM mientras que para todo el año 2022 disminuyó unos USD 1.800 MM. Por su parte, las metas de déficit fiscal y financiamiento directo del BCRA al Tesoro se mantuvieron sin cambios. Argentina se encontrará en serias dificultades para cumplir las metas del primer trimestre y las chances de que logre cumplir las acordadas para el 2023 son cercanas a cero. El fondo lo sabe, Argentina también; será problema de la próxima administración sentarse a conversar un programa de fondo.

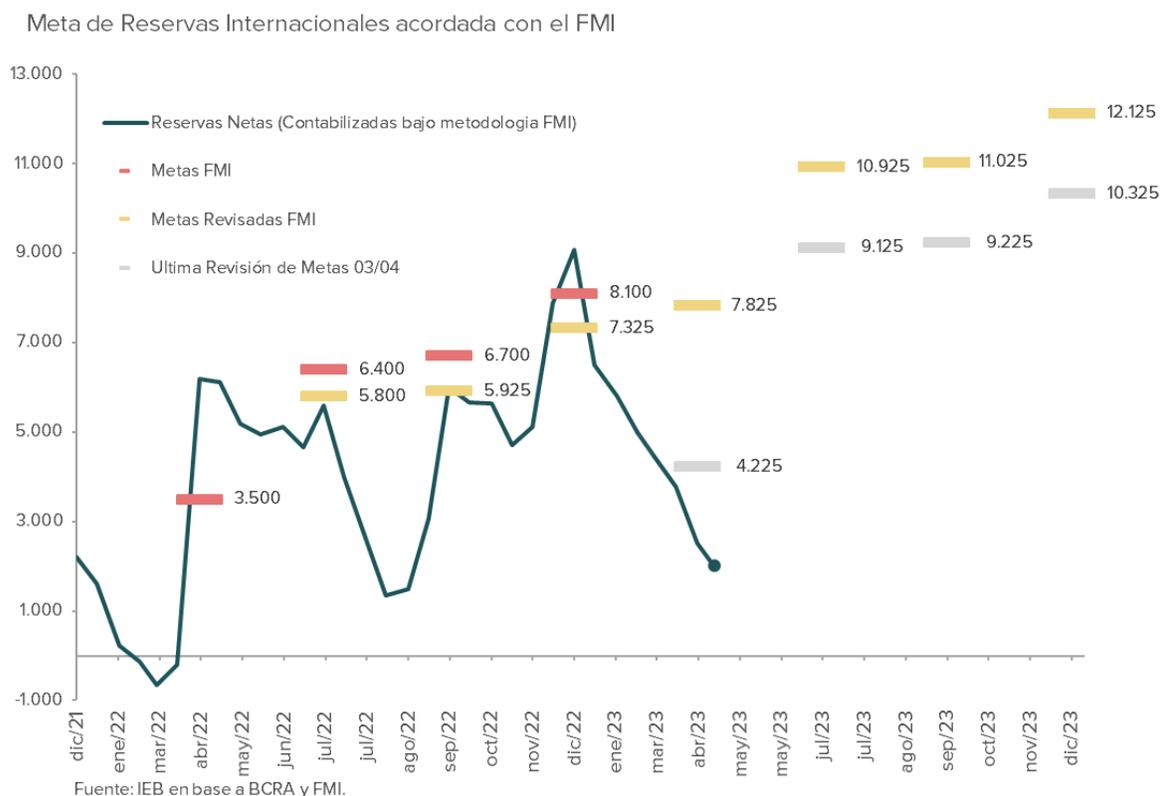
Durante la semana, los bonos soberanos en dólares sufrieron caídas importantes. El contexto internacional no acompañó: las causas judiciales contra Argentina (Cupón de PBI y Expropiación de YPF) entendemos que tuvieron gran impacto e impulsaron a la baja a los precios de los bonos.

Mañana se conocerá el dato de inflación, la mayoría de las estimaciones apuntan a un piso de 7%. En nuestra opinión si la misma se encuentra dentro de esos valores, es posible que no haya un retoque en la tasa y habrá que esperar a la inflación de abril, que de persistir en niveles del 7% haría casi imperativo un incremento de tasas (aunque a niveles marginales). Si bien es parte del acuerdo con el FMI pasar a tener tasas reales positivas, no esperamos que el diferencial sea alto.

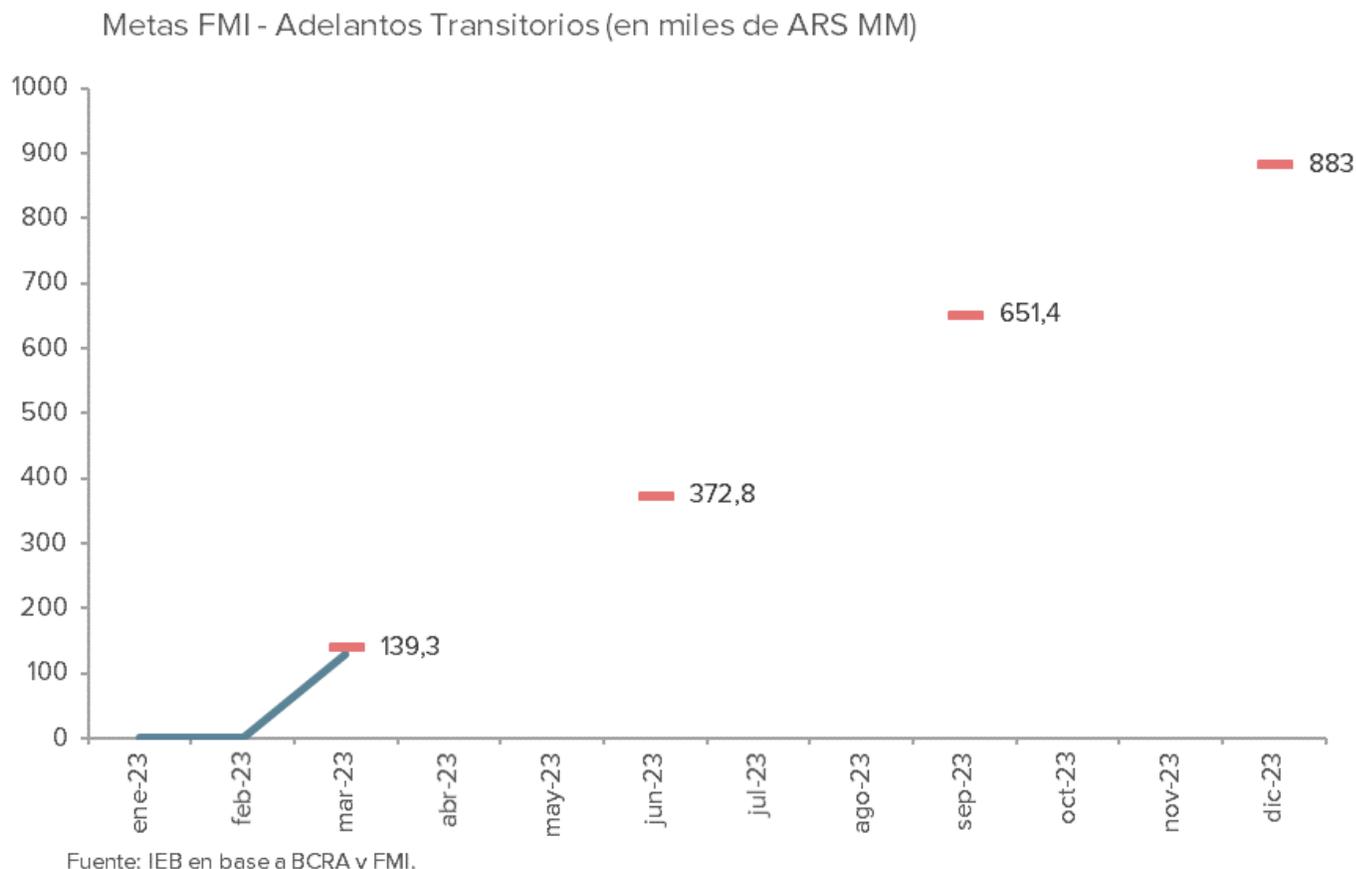
ECONOMÍA

Analizamos en detalle los aspectos que consideramos más relevantes de la macro argentina: FMI, reservas e inflación.

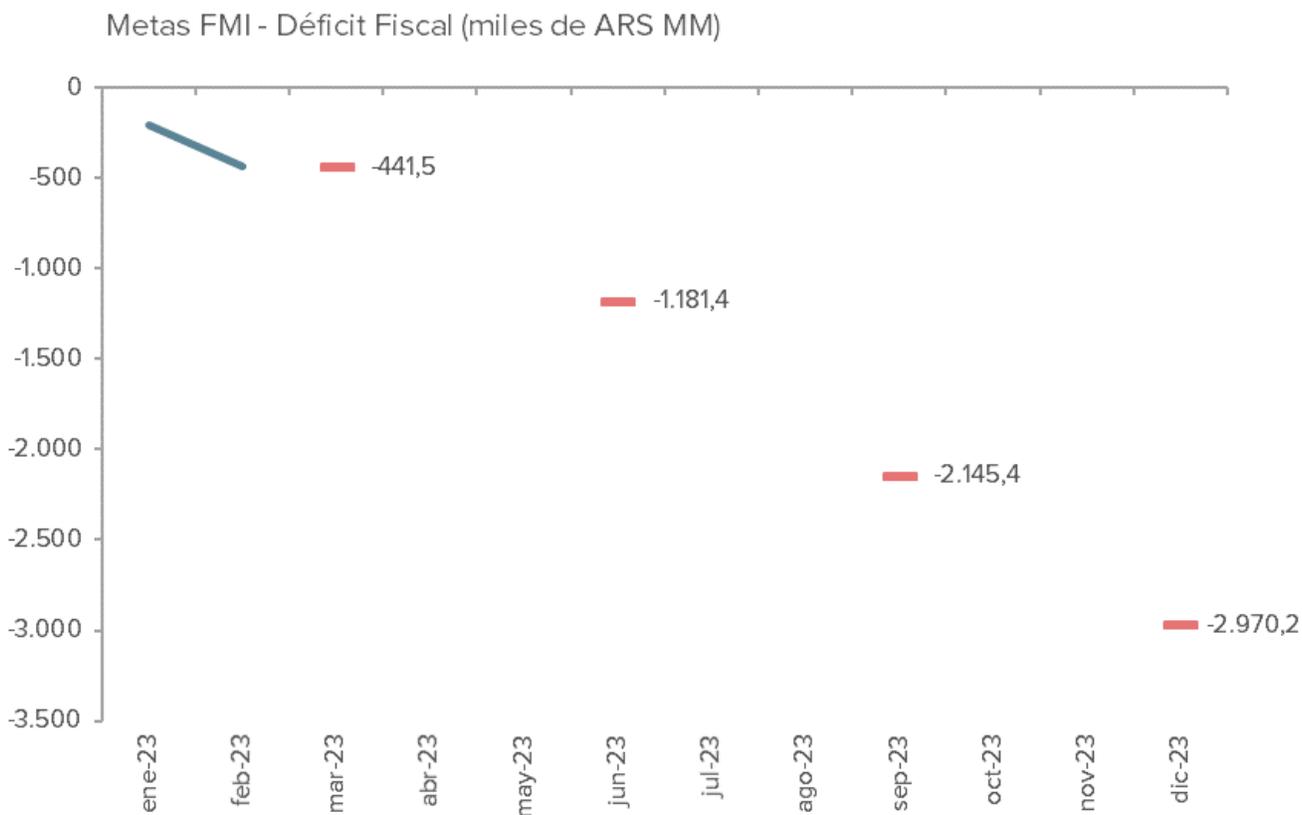
1. FMI: El FMI tras aprobar el cumplimiento de las metas del 2022 y por ende, un desembolso de USD 5.400 MM realizó modificaciones sobre las exigencias pautadas en el acuerdo con Argentina para 2023. Estos cambios se materializaron en la meta de acumulación de reservas que anteriormente el acuerdo requería una acumulación de reservas en torno a los USD 500 MM, que se redujo en USD 3.600 MM. De esta manera, al 31 de marzo, el Banco Central de Argentina debía poseer aproximadamente USD 4.225 MM. Aquí es donde vemos uno de los tantos problemas que identificamos en el comunicado del fondo y es que según nuestras estimaciones Argentina no habría cumplido esta meta por aproximadamente USD 2.000 MM. Entonces, muy probablemente cuando se revisen las metas del primer trimestre en junio, se haga oficial el primer “waiver” del acuerdo bajo este concepto. Esperamos que las razones de este vengan por el lado de una sequía “peor de lo esperada” o en este caso, peor que las estimaciones producidas por el fondo - El FMI espera 45,5 MM de toneladas mientras que la Bolsa de Comercio de Rosario recortó nuevamente sus proyecciones a 23 MM de toneladas - . En este sentido, en las últimas horas importantes figuras del directorio de esta entidad ya comenzaron a alertar sobre el impacto de la sequía sobre la economía argentina.



Las dos metas restantes se mantuvieron fijas. Se puede confirmar el cumplimiento de la que se refiere a la financiación directa del Banco Central al Tesoro - vía Adelantos Transitorios - . En este caso, el límite para el primer trimestre de 2023 era de ARS 139.300 MM, y el Tesoro utilizó ARS 130.000 MM. Por lo que la única consecuencia de este hecho es más una señal de fragilidad en el equipo económico, que habían ingresado al cargo prometiendo no utilizar este sistema de financiamiento, lo que da la impresión que se le empiezan a acabar los recursos.



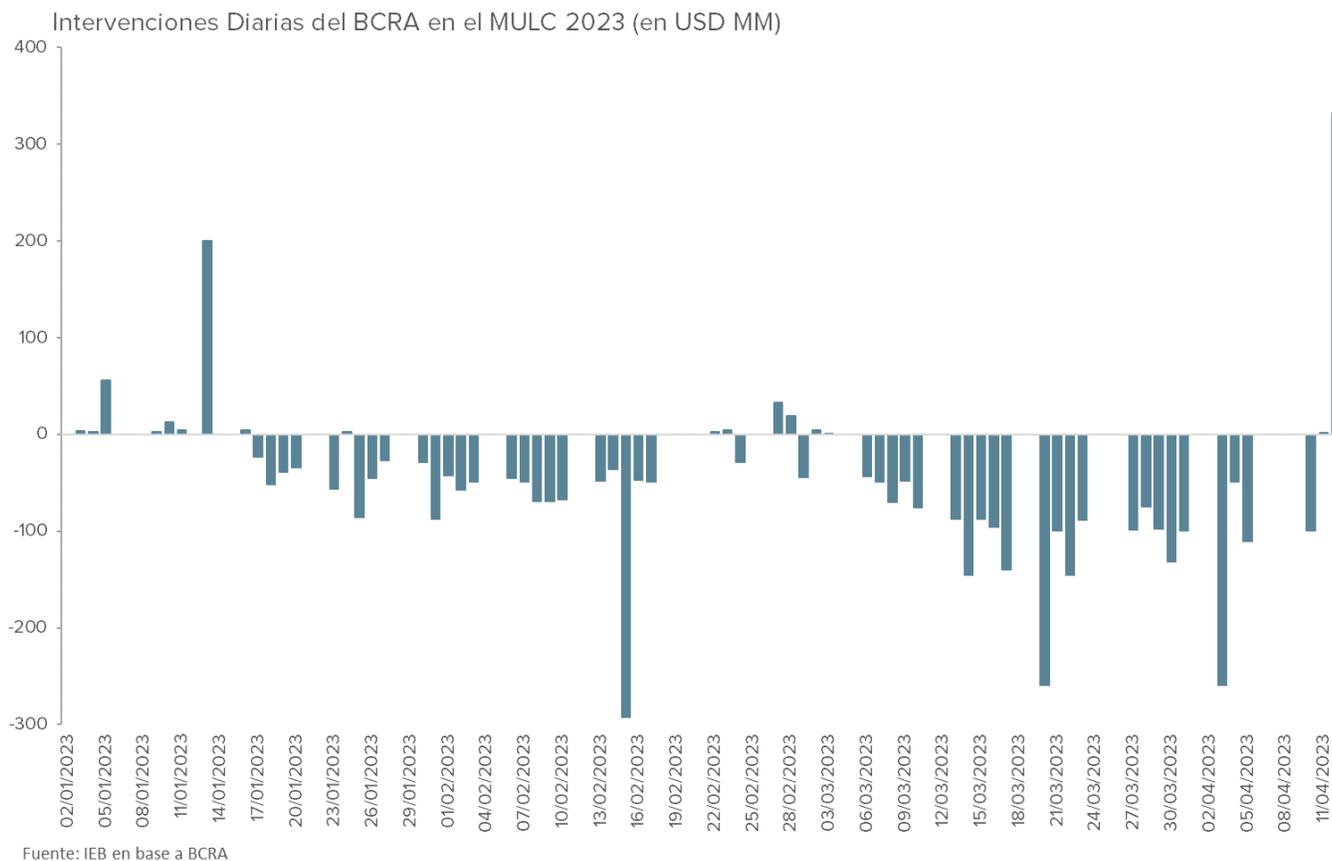
En última instancia, se encuentra la meta de déficit que todo parece indicar que correría la misma suerte que la meta de acumulación de reservas internacionales. En los primeros dos meses del año, el déficit se ubicó en los ARS - 432.000 MM, dejando de esta manera un margen de ARS - 9.000 MM para el mes de marzo. Si bien todavía no se conoce el dato oficial para el mes de marzo, entendemos que no es muy aventurado esperar un segundo pedido de “waiver” en este rubro. Sobre todo sabiendo que la recaudación en términos reales para este mes ha caído. La razón en el peor déficit del esperado y por ende el pedido de “exención” en esta meta, también puede ser atribuido a la cosecha. Ya que se produjo una caída significativa en los ingresos por concepto de “Derechos de Exportación” o “Retenciones”. Sin embargo, entendemos que parte del incremento en el déficit también se debió a gastos postergados de diciembre, cuyo objetivo era cerrar el año con valores “acordes” a los pactados con el FMI.



Fuente: IEB en base a MECON y FMI.

2. Reservas: Tras tres meses de constantes pérdidas de dólares que arrojaron un saldo final de USD -3.055 MM, se implementó una nueva edición del Programa de Incremento Exportador (PIE). De esta manera, el BCRA buscará acumular USD 9.000 MM en los próximos meses con los que buscará traer calma en el frente cambiario.

En los dos primeros días de esta medida, la incertidumbre sobre algunas cláusulas enlentecieron la liquidación. Sin embargo, en el día de hoy, se observó una gran adhesión al programa ya que se alcanzó un volumen en las liquidaciones de USD 574 MM superando ampliamente los USD 94 MM del martes. Vale la pena remarcar, que esto le permitió al BCRA comprar USD 332 MM - saldo diario récord para este año -. Sin lugar a dudas, este resultado trae alivio al equipo económico cuyas estimaciones iniciales comenzaban a verse cuestionadas tras los primeros días de la medida.



3. Inflación: La inflación en CABA se aceleró nuevamente midiendo 7,1% para el mes de marzo y 7% para la inflación núcleo. Mientras que la Provincia de Córdoba midió 7,99% para el mismo periodo y 9,05% núcleo. INDEC dará a conocer este viernes el dato de inflación a nivel nacional para marzo, que según dejó ver el Relevamiento de Expectativas del Mercado elaborado por el BCRA se espera que ronde el 7% mensual, algo acertado si tenemos en cuenta que para el mes de febrero la inflación núcleo a nivel nacional fue del 7,7%. Recordemos que, con el mes de febrero la inflación interanual llegó a niveles de tres cifras, por lo que, si se materializan las expectativas la inflación medida en términos anuales podría llegar a 102,9%.

DÓLAR

Con la nueva medida de un tipo de cambio preferencial para el agro (ver sección “Economía”), las estimaciones del Gobierno proyectan liquidaciones de divisas por hasta USD 9.000 MM en los próximos 3 meses. Estas servirán para traer más tranquilidad y poder atender a las necesidades de dólares de la economía y, eventualmente, tranquilizar potenciales incrementos en la brecha cambiaria. Con este escenario, parece haberse relajado la presión cambiaria sobre el tipo de cambio oficial, al menos en el corto plazo.

Por el lado de los FX financieros, desde que se anunció este nuevo programa de incentivos a la exportación, estos registraron bajas de alrededor del 1,5%. El CCL ronda los \$402 desde mediados de marzo mientras que el Benchmark CCL al 10 de abril se encuentra en niveles de \$440, mostrando un desvío de 9,2%. Cabe mencionar que el balance del BCRA aún no refleja la inminente salida de divisas por USD 2.700 MM producto del pago al FMI, lo que reduciría las reservas brutas a USD 35.962 MM elevando el Benchmark CCL a \$467. Con esta corrección, vemos que el desvío aumenta considerablemente llegando a valores en torno al 16%.

	31/12/2021	31/12/2022	31/1/2023	28/2/2023	31/3/2023	10/4/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	41.298	41.417	38.709	39.060	38.662
2. Bonos - USD MM	7.924	6.720	9.116	8.395	7.534	7.428
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.019	50.533	47.104	46.594	46.090
4. Pasivos Monetarios - \$ miles	4.895.545	7.340.547	7.721.215	7.769.439	7.901.613	7.992.416
5. Pasivos Remunerados - \$ miles	5.044.615	10.483.446	10.944.518	11.643.740	12.206.886	12.275.804
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	209	371	369	412	432	440
7. CCL	203	344	365	367	406	403

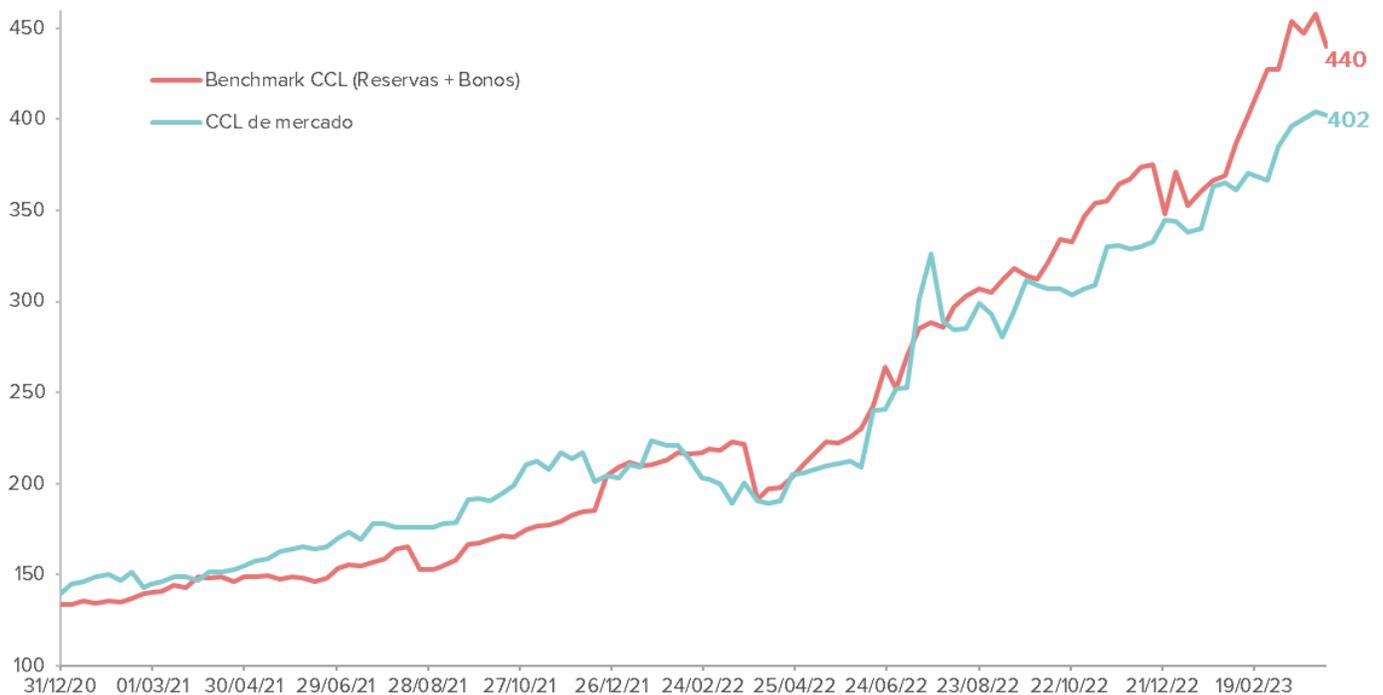
Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

Hoy se vió la primera compra importante de divisas en el MULC por parte de la autoridad monetaria, que cerró la rueda con un saldo positivo de USD 332 MM, siendo esta la mayor compra del año. Así, el BCRA acumula USD 336 MM en las tres últimas ruedas, cortando con una prolongada sangría de divisas. Esta reversión de la tendencia vendedora que se logra gracias a la estimulación de la oferta de divisas, podría ser un factor que ayude a estabilizar los dólares durante las próximas semanas.

Ahora bien, cuando estimamos la dinámica mensual del Benchmark CCL, éste continuaría la tendencia al alza y llegaría a un valor de \$473 para finales de mes, aumentando 9,5% con respecto al cierre de marzo. A estas estimaciones se llega teniendo en cuenta, por el lado del activo del BCRA, el efecto del Dólar

Agro que ayudará a recomponer reservas y la salida de divisas producto del pago al FMI de USD 2.700 MM. Por el lado de los pasivos los cambios se explican en parte por la emisión implícita que conlleva este nuevo programa. Esto deteriora el balance del BCRA ya que produciría un aumento significativo en el stock de pasivos remunerados, a lo que se suma la emisión endógena, que este mes rondaría los \$790.000 MM producto del devengamiento de intereses de las Leliqs y pases. Con esta proyección y un dólar CCL hoy de \$402, el desvío llegaría a finales de mes a un inquietante nivel de alrededor de 17%, lo que hace pensar que el dólar seguiría barato.

CCL y Benchmark del CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

Pensando un poco hacia adelante, creemos que los desbalances macro siguen existiendo y a medida que nos acerquemos a las elecciones, la incertidumbre que se desprende del contexto electoral y macro irá en aumento, por lo que reiteramos nuestra visión de continuar dolarizando la cartera gradualmente dado que a medida que lleguemos a las PASO (y especialmente luego de ellas) el quedarse en pesos se irá tornando cada vez más riesgoso. La asimetría entre riesgo y retorno durante el período que va de las PASO al próximo gobierno se asemeja a una caja negra -poco sabemos lo que va a ocurrir.

BONOS SOBERANOS

Las últimas dos semanas, la deuda emergente se mantuvo estable, dando un mayor protagonismo a los factores idiosincráticos para entender el comportamiento de los bonos en dólares argentinos.

Por un lado, el fallo en contra de Argentina que se llevaba adelante en Estados Unidos por la demanda de Burford Capital y Eton Park referente a la expropiación de YPF por el estado argentino golpeó a los bonos soberanos generando un desplome de sus cotizaciones por debajo de la deuda emergente, ya que de concluirse la sentencia, el estado nacional debería desembolsar un mínimo de USD 7.000 MM para hacer frente a las obligaciones impuestas por la justicia.

Días después, esta baja se vió impulsada por un fallo desde Londres en el cual se obligaría al gobierno a desembolsar otros USD 1.500 MM en concepto de indemnización a los hedge funds, quienes iniciaron la demanda debido a modificaciones en los métodos que se utilizaban para el cálculo del PBI, lo que, generaba una alteración en los cupones que recibían por los títulos en su poder.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)

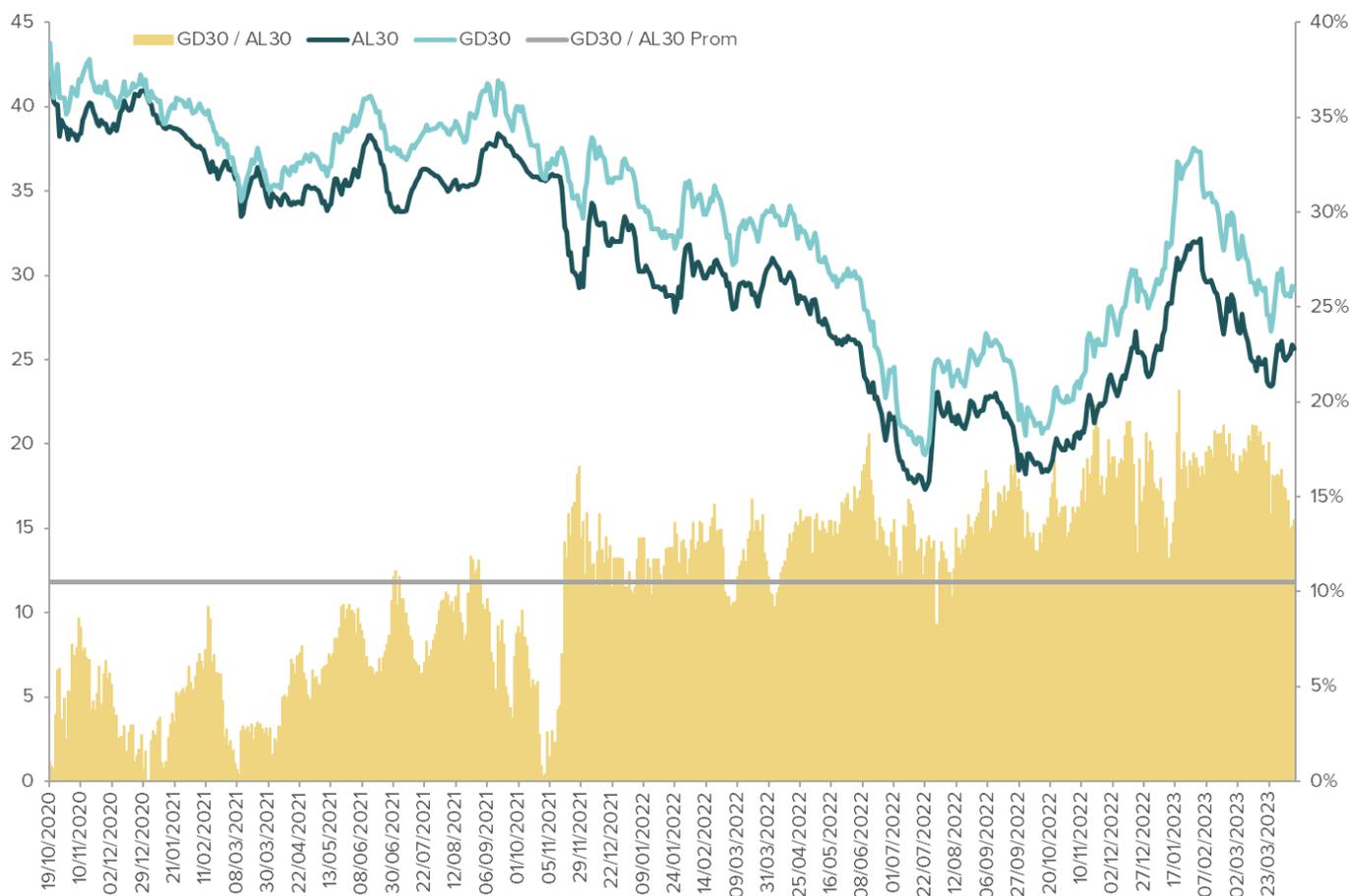


Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por otra parte, la Comisión Nacional de Valores dió a conocer este lunes una modificación en el plazo de parking para la operatoria de bonos. La misma implica disminuir el plazo de permanencia en cartera de los bonos ley argentina de dos días a uno, mientras que si se realiza la misma operatoria con bonos ley extranjera el plazo aumenta de dos días a tres, lo que vuelve más atractivo para los inversores realizar la operación con bonares si se busca dolarizar vía CCL. Teniendo en cuenta las medidas anunciadas previamente por el gobierno sobre la venta de bonos ley local en manos del sector público, creemos que esta modificación en el parking dará mayor poder de fuego al gobierno para controlar la brecha existente entre el dólar oficial y el contado con liquidación a través de la oferta de bonares en el mercado secundario.

Sin dudas, esta reestructuración del plazo de parking generó estos últimos días una disminución en el spread de jurisdicciones que veníamos observando entre Bonares y Globales con vencimiento en 2030, que pasaron a cotizar con un spread de 13,84%, es decir, casi tres puntos por debajo de lo que se ubicaba la semana anterior producto de la mayor demanda generada sobre los ley local.

Spread de Jurisdicción



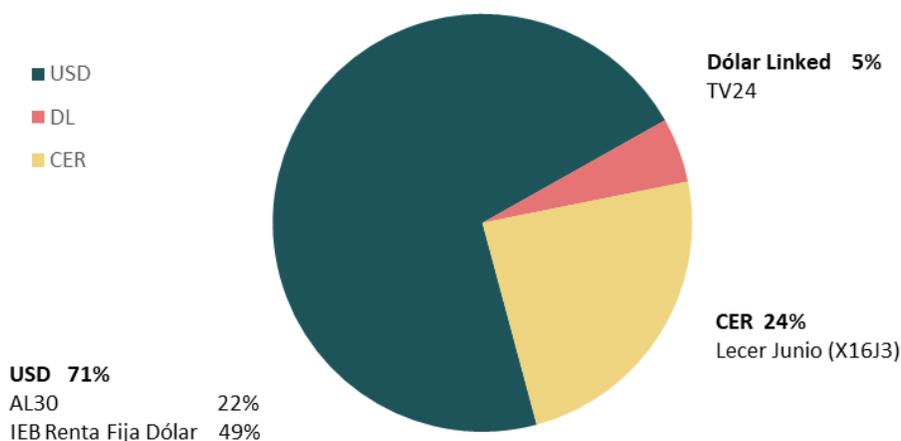
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Sin embargo, el spread en estos niveles aún se encuentra algo elevado si se compara con su promedio histórico. Por lo tanto, bajo este punto de vista, todavía nos parece más atractivo posicionarse en Bonares por sobre Globales.

CARTERA RENTA FIJA

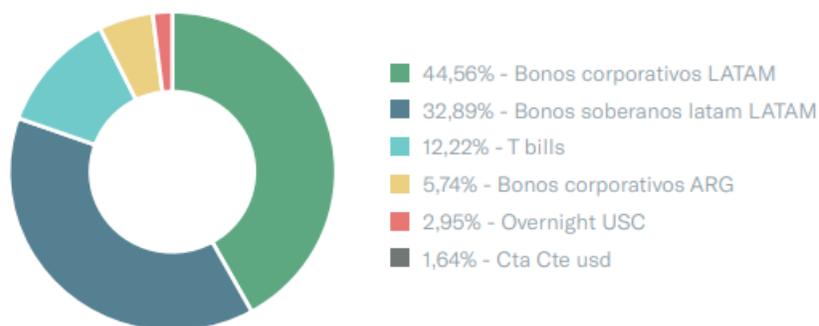
El día de mañana se dará a conocer el dato de inflación de marzo (cuyo piso se estima en 7%) esto marcaría un nuevo incremento en la nominalidad de la economía por ello creemos que es conveniente posicionarse en instrumentos CER para capturar posibles subas. De esta forma, nuestra cartera queda conformada por un 71% de activos en dólares y 29% en pesos.

Cartera Convicción



Con una reducción de las metas de reservas por parte del FMI y el nuevo Programa de Incremento Exportador (PIE) impulsado por el gobierno, los bonos hard dólar tuvieron una semana con menor volatilidad, lo que nos permite aumentar nuestra exposición en AL30 bajo la hipótesis de que se encuentran cotizando en paridades atractivas - en torno al 25% - para el largo plazo. Mientras que mantenemos una menor participación en el Fondo IEB Renta Fija USD con el fin de atenuar la volatilidad que podría atraer una mayor exposición al contexto local.

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Sin embargo, es importante mencionar que debido a la incertidumbre generada por el contexto electoral vemos que en los últimos meses se dió una dinámica de flujos negativos para los fondos comunes de inversión con el fin de posicionarse de forma individual en los títulos más cortos de la curva en pesos y así disminuir el riesgo que podría traer aparejado este contexto, ya que, la situación se da principalmente en aquellos FCI que se encuentran con una duración más allá de las elecciones.

Flujos de Fondos Comunes de Inversión (en ARS MM)



Fuente: IEB en base a Mega QM

Tomando en consideración lo mencionado previamente, para los activos en pesos, tomamos una mayor posición especialmente en títulos CER vía Lecer Junio (X16J3), dadas las expectativas de inflación para el mes de marzo, ya que esto podría generar una mayor demanda por este tipo de instrumento y volverlo más atractivo para capturar estos movimientos. El remanente de la cartera se mantiene posicionado en instrumentos Dólar Linked, a través del TV24.

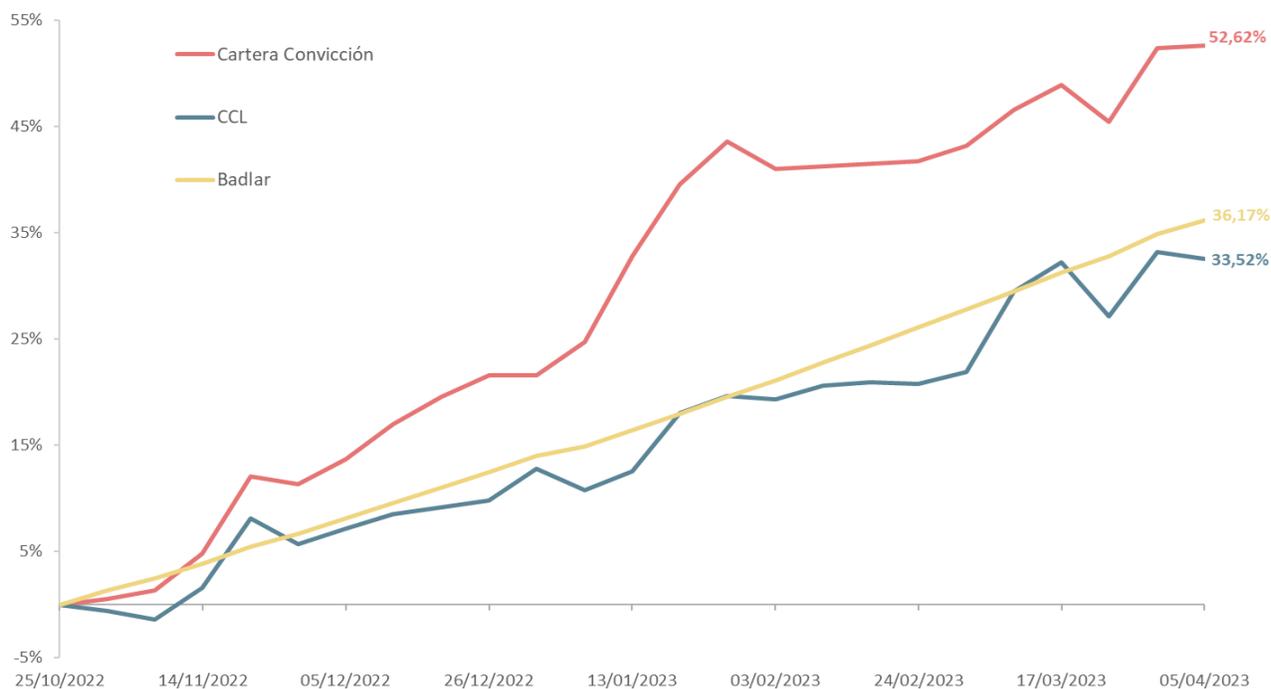
La cartera definida previamente tuvo un rendimiento positivo de 0,14% en pesos, afectada en mayor proporción por el resultado negativo de los activos en dólares. De igual forma, en la misma semana el CCL tuvo una variación de -0,20%, lo que, impulsó el resultado de la cartera medida en dólares a un 0,34%.

Moneda	%	% Instrumento	Rdto	Precio 31-Mar	Precio 05-Abr	Rdo x Moneda	Rdo Total
USD	72%	12,0% AL30	-3,34%	10.190	9.850	-0,49%	0,14%
		60,0% IEB Renta Fija Dólar	-0,14%	0,987	0,987		
ARS	28%	20,0% Lecer X16J3	2,12%	151,20	154,40	0,63%	
		8,0% TV24	2,56%	19.695	20.200		

En cuanto a los activos en pesos, los rendimientos fueron positivos en un 0,63%, con una suba del 2,56% proveniente del TV24. Sin embargo, ambos activos tuvieron un desempeño positivo.

Retornos Mensuales						
	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23
Cartera	11,31%	9,19%	18,13%	-1,29%	7,53%	0,14%
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	0,99%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	-0,48%

Rendimiento de la cartera



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.