

27 de abril de 2023

Argentina Weekly

Se acelera la nominalidad.

Los bajos niveles de liquidación mediante el “Programa de Incremento Exportador” y la intervención en el mercado de dólar paralelo presionan el bajo nivel de reservas netas del Banco Central. La ampliación de la brecha entre el Dólar Agro y el CCL debilita el atractivo de participar en el programa, lo cual sumado a la reciente consumición de los escasos dólares que posee la institución en sus reservas - destinados a las compras de bonos en dólares con el objetivo de controlar el FX paralelo - inquieta al mercado e intensifica las dudas sobre el futuro de las arcas del BCRA.

El dato del déficit para marzo confirmó el incumplimiento de la meta fiscal del FMI correspondiente al primer trimestre. A pesar de una caída del 17,3% en el gasto primario medido en términos reales, el golpe en la recaudación como resultado de la sequía incrementó el déficit primario a \$257.855 MM y alejó el acumulado para el primer trimestre del año de las metas planteadas por el FMI por casi \$248.000 MM.

En la última licitación de abril el Tesoro logró un financiamiento neto positivo de \$197.000 MM, además, consiguió postergar el 70% de lo colocado al 2024. Enfrentando vencimientos importantes, la entidad buscó financiamiento a través de siete instrumentos: Lecer Julio (X18L3), Lede Julio (S31L3), Lecer Septiembre (X18S3), Bono DL (T2V3D), Boncer (T2X3), Letra Dólar Linked (D3103) y un nuevo Bono Dual con vencimiento en abril del 2024.

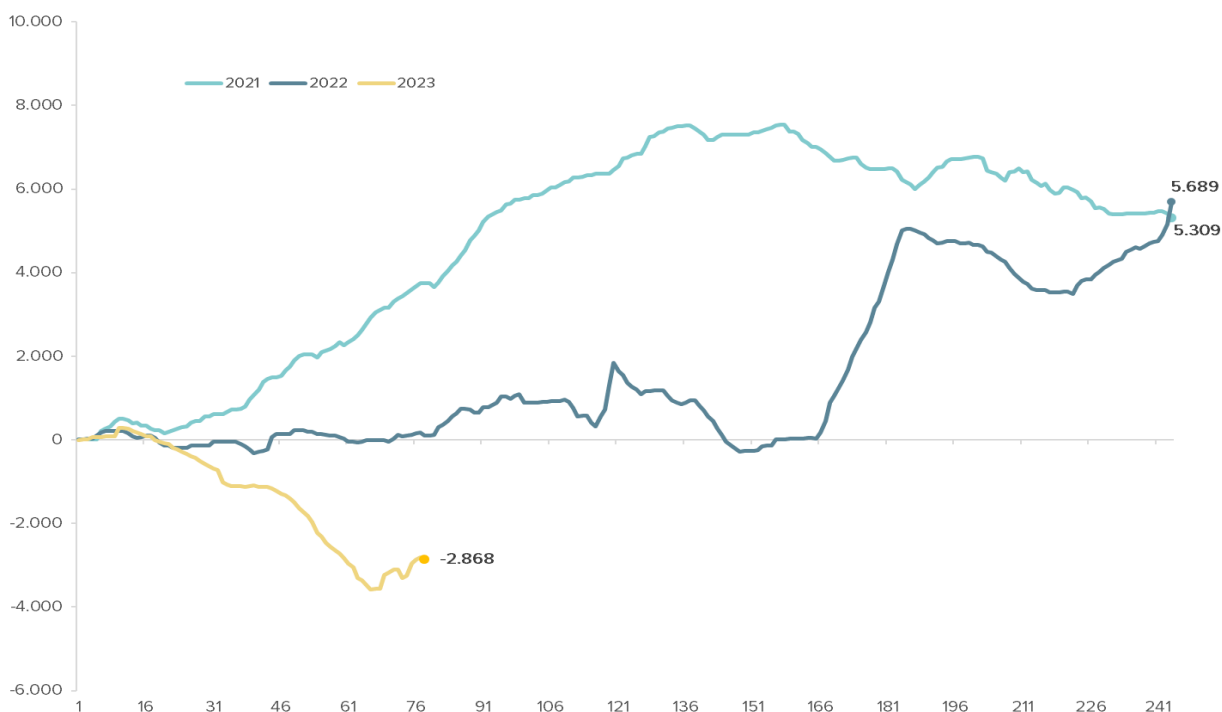
Los bonos soberanos sufrieron los efectos de la corrida cambiaria. Tras las subas de los tipos de cambio organismos públicos buscaron controlar las cotizaciones mediante una intervención que satisfaga la demanda de bonos en pesos, la cual tuvo un efecto negativo en sus paridades. La situación de la deuda local contrasta con la deuda emergente, ya que el EMB atravesó una suba de 0,6% en la última semana.

ECONOMÍA

Analizamos en detalle los aspectos que consideramos más relevantes de la macro argentina: Reservas, Déficit Fiscal Marzo, Nivel de Actividad Febrero y Deuda en Pesos.

1. Reservas: El Programa de Incremento Exportador (PIE) continúa sin lograr la regularidad en las liquidaciones que esperaba el Gobierno. Durante la primera semana del programa el sector liquidó USD 815 MM, durante la segunda la liquidación se redujo a USD 447 MM y faltando una rueda para finalizar la tercera semana, se puede decir que el desempeño no ha mejorado. El mercado observa esto con cierta inquietud dado que los niveles de comercialización se encuentran por debajo de las proyecciones del gobierno, lo que suma presión a la delicada situación del bajo nivel de reservas netas. En otras noticias, el Gobierno comunicó que comenzará a intervenir más decididamente en el mercado de dólar paralelo. En estos días se observaron no solo ventas de títulos contra pesos, sino que además órdenes grandes de compra en especies C y D para llevar adelante un control más organizado. Esta operación a diferencia de la simple venta de títulos contra pesos que se había observado anteriormente, implica una pérdida directa de reservas para la autoridad monetaria.

Intervenciones en el MULC acumuladas en el año (por cantidad de ruedas, en USD MM)

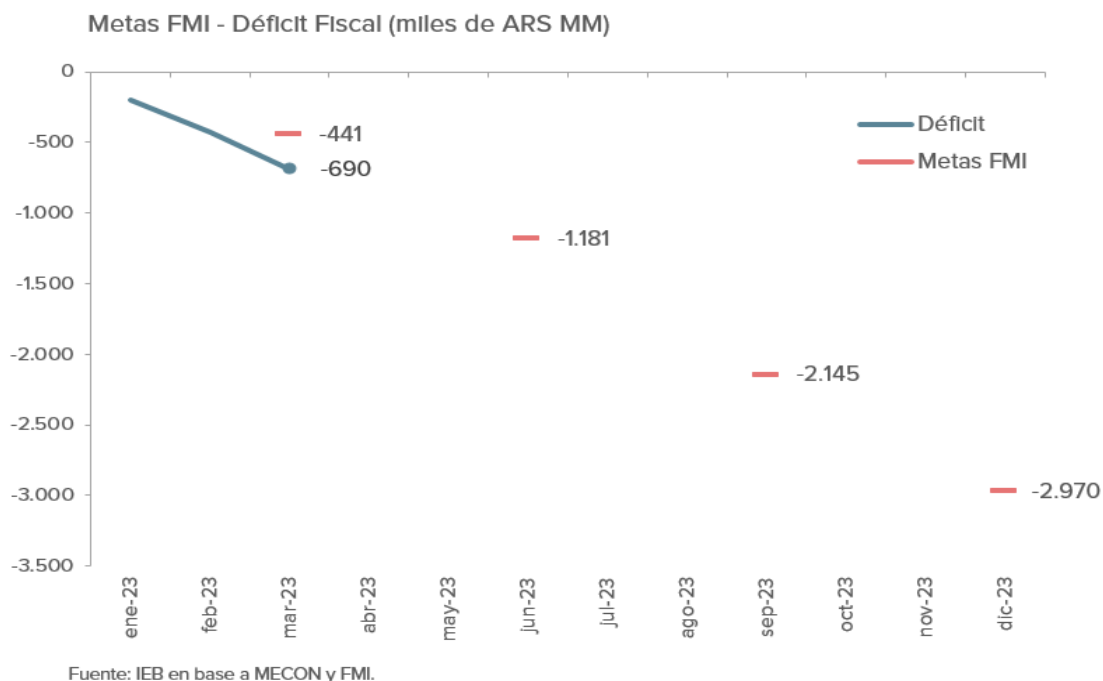


Fuente: IEB en base a BCRA.

Desde que comenzó el programa de Incremento Exportador, el BCRA logró acumular reservas por USD 605 MM, revirtiendo el rojo de abril y quedando con un saldo positivo de USD 187 MM. Si lo comparamos con los programas “Dólar Soja I” y “Dólar Soja II”, a esta altura del programa la autoridad monetaria ya había logrado acumular USD 3.128 MM y USD 1.054 MM, respectivamente.

Cabe mencionar, que este martes a través de una resolución de la Secretaría de Agricultura se incorporaron tres nuevos sectores al programa, estos son: girasol, sorgo y cebada. En medio de la sequía que recortó fuertemente las estimaciones para la cosecha, el gobierno estima que puede lograr captar entre USD 1.300 y USD 1.500 MM con la incorporación de estos productos al PIE.

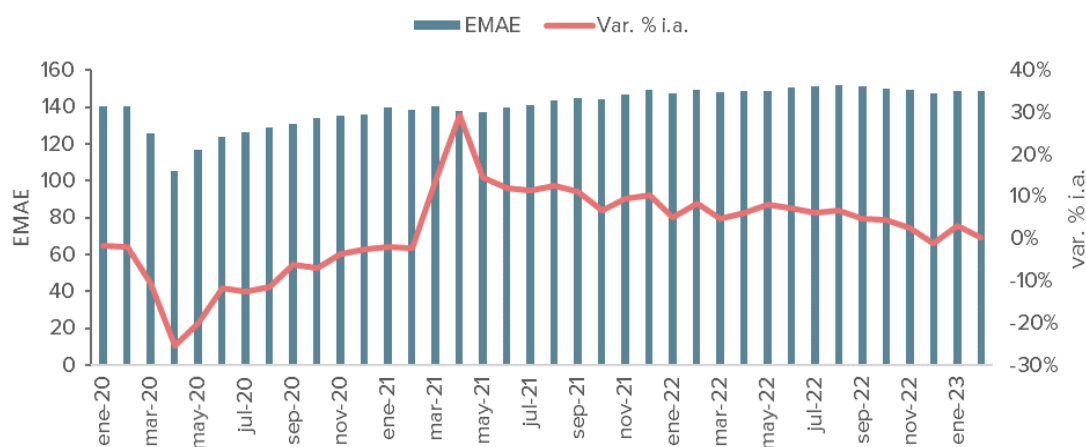
2. Déficit Fiscal Marzo: Se puede afirmar que además de la meta de reservas internacionales, Argentina incumplió también la vinculada al déficit primario. Para el primer trimestre, el programa acordado con el FMI señalaba una meta de \$-441.000 MM mientras que el déficit fiscal real se ubicó en \$-690.000 MM. En el mes de marzo, el estado argentino incurrió en un déficit fiscal de \$-257.856 MM que si bien presentó un ajuste en el gasto del 17,3% en términos reales, los ingresos se vieron afectados en una magnitud similar.



La sequía tuvo un fuerte impacto en los impuestos relacionados al comercio exterior, reduciendo drásticamente los ingresos provenientes bajo este concepto, que cayeron 68,1% interanual. Respecto a las proyecciones de la Ley de Presupuesto 2023, estos últimos datos muestran una disminución en la recaudación para el primer trimestre del año de \$350.000 MM. Finalmente, con excepción de los gastos de capital, el resto de partidas del gasto primario, como subsidios económicos, transferencias a provincias y prestaciones sociales presentaron caídas en términos reales.

3. Nivel de Actividad Febrero: Se dio a conocer esta semana el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), que mostró un crecimiento para febrero de 0,2% en términos interanuales, mientras que la variación desestacionalizada con respecto al mes anterior fue nula. De esta forma se evidencia una desaceleración con respecto a enero, que había mostrado un crecimiento de 0,5% respecto al mes anterior. Con este último dato, el arrastre estadístico para este año es de -0,68%. Mientras que, las perspectivas para el resto del año no son demasiado auspiciosas, con mayores restricciones a las importaciones, caída en los salarios reales, e incertidumbre política que desincentiva aún más la inversión, podemos esperar datos de actividad en declive.

EMAE serie desestacionalizada período 2020-2023 (Base 2004)



Fuente: IEB en base a INDEC

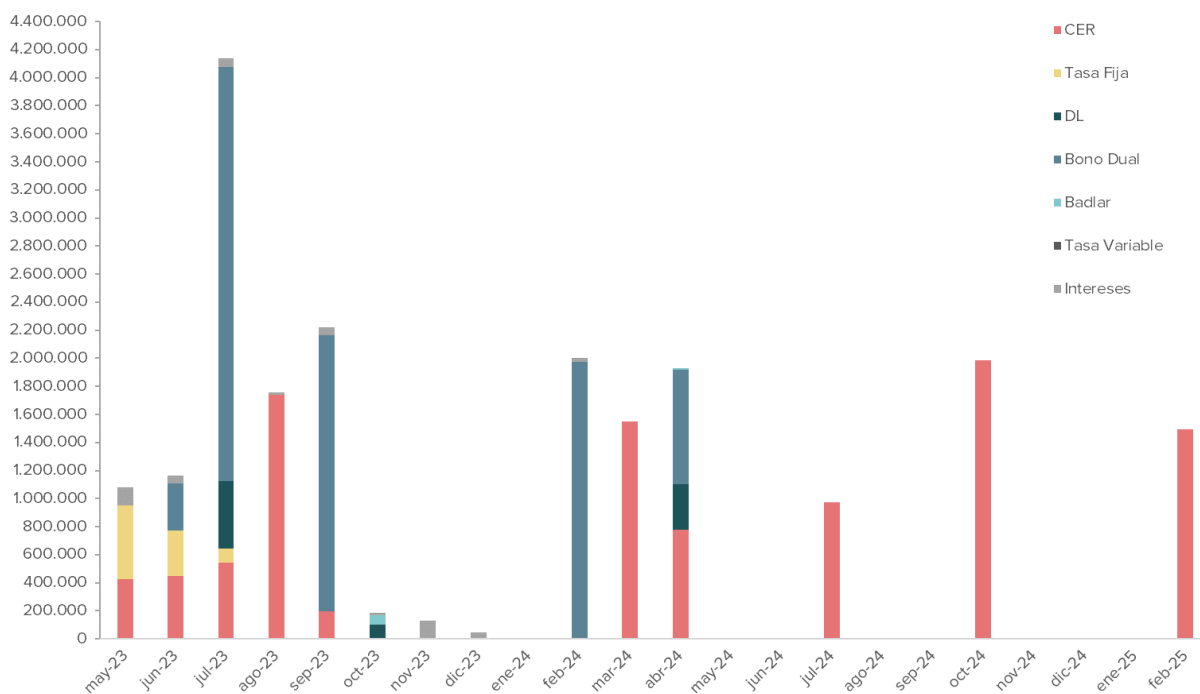
4. Deuda en Pesos: Este miércoles se llevó a cabo la última licitación del mes, donde el Tesoro enfrentó vencimientos por aproximadamente \$960.000 MM correspondientes al TV23 y la Lede Abril (S28A3). El gobierno ofreció la siguiente variedad de instrumentos: Lecer Julio (X18L3), Lede Julio (S31L3), Lecer Septiembre (X18S3), Bono DL (T2V3D), Boncer (T2X3), Letra Dólar Linked (D3103) y un nuevo Bono Dual con vencimiento en abril del 2024. En términos generales, los resultados de la licitación fueron buenos para el Tesoro, dado que obtuvo un financiamiento neto positivo de \$193.000 MM y gran parte del monto recaudado - cercano al 70% - llegó a través de instrumentos que vencen en el 2024.

A pesar de haber logrado rollear todos los vencimientos e incluso haber captado fondos adicionales, vemos cierto grado de debilitación en las últimas licitaciones por parte del Tesoro con respecto a la capacidad de conseguir financiamiento. En primer lugar, continúa convalidando tasas progresivamente mayores, lo que sugiere mayor desconfianza por parte de los inversores. En esta oportunidad, convalidó una TNA de 95,86% para la Lede Julio (S31L3), mientras que en la licitación del 19/04 la TNA de este instrumento había cortado en 95,08% y en las dos anteriores al 93,19% y 92,74%, respectivamente. Sumado a esto, en los días previos a la licitación se observó un BCRA muy activo comprando bonos en pesos en el mercado secundario. De esta manera se volvió a la dinámica de los primeros meses del año en donde el Banco Central otorga liquidez a organismos públicos para que estos luego puedan acompañar en las licitaciones.

Uno de los aspectos positivos de esta licitación fue que se logró colocar una gran parte del refinanciamiento con un instrumento que vence en 2024, el nuevo Bono Dual que ajusta por FX oficial o CER + 3%, la variable que resulte ganadora durante la vida del instrumento. Sin embargo, se puede decir que el costo de esto es preocupantemente alto, ya que este tipo de deuda es muy difícil de licuar.

Para concluir, ante la aceleración de la nominalidad en la economía se continuó observando una preferencia del mercado, cada vez mayor, por instrumentos indexados. Esta vez, del total recaudado, 96% fue a través de títulos indexados, y se repartieron de la siguiente forma: 69% Duales, 13% DL y 14% CER.

Perfil de Vencimiento de Deuda del Tesoro Nacional (\$ MM)



Fuente: IEB en base a Mecon

DÓLAR

Luego de las sustanciales subas de la semana pasada, la tendencia alcista del CCL no dio respiro: presentó una suba de 4% que impulsó la brecha con el oficial al 102%. Esta suba se da en un contexto de incertidumbre y desconfianza con respecto al futuro de la política monetaria - recalentada con los rumores de una aceleración de la devaluación - y la efectividad del Programa de Incremento Exportador (PIE). Finalmente, a partir del martes, se comenzó a ver cierta intervención sobre esta variable lo que redujo la brecha a los niveles actuales de 99%.

El ascenso del CCL significó una aproximación de este a nuestro benchmark. Dados los últimos datos oficiales, nuestro valor de referencia se posicionó en \$490, lo que implicó una reducción del desvío al 2% si tomamos los \$480 alcanzados previo a que comience la intervención de organismos públicos, y al 9,5% tomando los \$448 actuales. La suba de tasas de interés de la semana pasada no fue suficiente para tornar atractivo el ahorro en pesos, ya que se mantuvieron los rendimientos en terreno negativo no solo alimentando la inercia inflacionaria, sino que también intensificando el atractivo del dólar. Sin embargo, esta situación podría revertirse en caso de materializarse el rumor de una suba de tasas adicional en los próximos días.

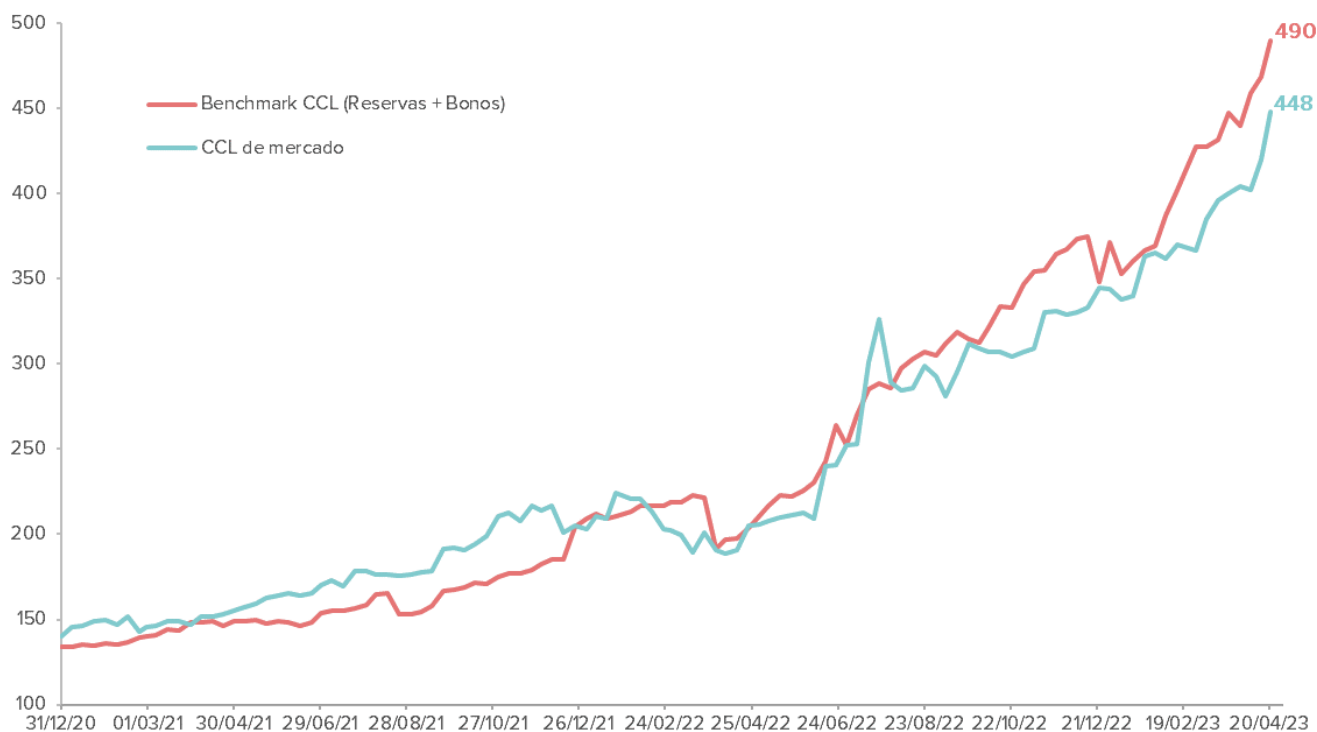
Balance Sintético del BCRA

	31/12/2021	31/12/2022	31/1/2023	28/2/2023	31/3/2023	23/4/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	41.298	41.417	38.709	39.060	36.503
2. Bonos - USD MM	7.924	6.720	9.116	8.395	7.534	6.516
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.019	50.533	47.104	46.594	43.019
4. Pasivos Monetarios - \$ miles	4.895.545	7.340.547	7.721.215	7.769.439	7.901.613	7.688.288
5. Pasivos Remunerados - \$ miles	5.044.615	10.483.446	10.944.518	11.643.740	12.206.886	13.389.275
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	209	371	369	412	432	490
7. CCL	203	344	365	367	406	448

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

Por otro lado, la escalada del CCL puede ser explicada en parte debido a los desalentadores resultados del programa “Dólar Agro”, los cuales están ejerciendo una fuerte presión tanto sobre los dólares financieros como sobre el oficial. La histórica sequía implica una caída importante en los volúmenes de cosecha, lo cual sumado a la creciente resistencia por parte de los productores a desprenderse del producto dificulta la acumulación de reservas por parte del BCRA. Observando los resultados del programa hasta la fecha, el ritmo de incorporación de dólares debería experimentar un crecimiento sostenido y considerable para lograr los resultados esperados.

CCL y Benchmark del CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

Otro factor importante a considerar es la dolarización inherente a los períodos electorales, donde reina la incertidumbre y se busca el resguardo frente a cambios sorpresivos en la administración económica post-elecciones. Mientras persista la inestabilidad política, tanto dentro del gobierno como por fuera, volcarse al dólar no perderá su atractivo frente a las posiciones en pesos.

De esta manera, la estabilidad de la brecha que permaneció entre los niveles de 80%/100% durante la gestión de Massa fue puesta en jaque: la suba del CCL la elevó a niveles máximos de 115% que evidenciaron fragilidad en el frente cambiario. Por ende, ante la negación rotunda de otorgar un salto discreto en el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial ya que según Massa tendría un impacto nocivo sobre los sectores de menores ingresos, desde Economía decidieron reemplazar esto por una

intervención más activa sobre los dólares financieros y por otro lado una aceleración en el ritmo de devaluación del FX oficial.

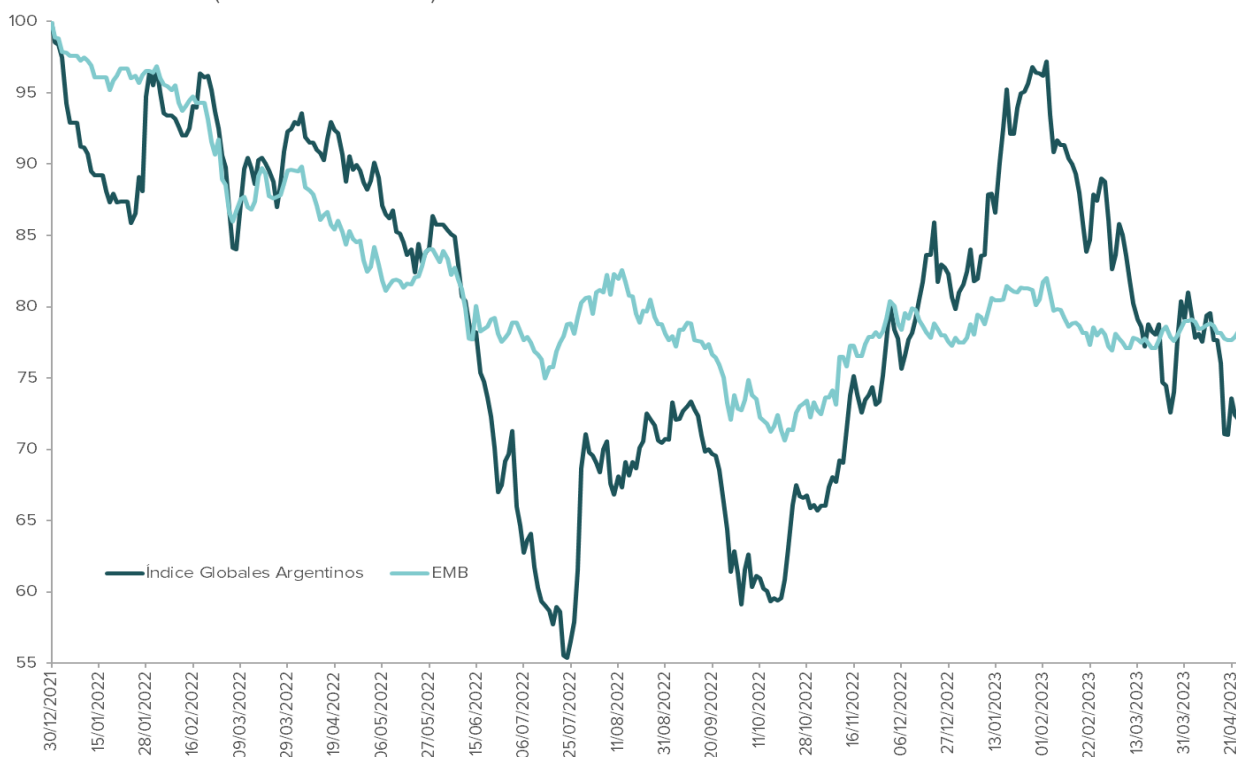
En este sentido, el ritmo de devaluación se ubicó para esta última semana en 8,5% superando así el 7,7% de inflación del mes de marzo. Vale la pena destacar, que si bien esta acción alivia las presiones cambiarias ya que la brecha se redujo a valores menores que 100%, otorga una mayor fuerza a la inercia inflacionaria.

Para concluir, teniendo un horizonte de largo y mediano plazo, creemos que sobran razones para esperar una reanudación en la escalada del dólar, el cual ha manifestado una tendencia de acompañamiento al resto de variables macroeconómicas, que sumada a la incertidumbre con respecto al futuro de la política monetaria post-elecciones, fortalece el incentivo a invertir en activos atados a la variación del CCL. Sin embargo, en el corto plazo consideramos que los dólares financieros pueden presentar cierta estabilidad dada la intervención activa del BCRA en el mercado de bonos. Esto mientras cuenten con las reservas necesarias para hacer frente a dicha intervención, situación que peligra de no haber una renegociación del acuerdo con el FMI o de no observar una mejoría en la acumulación de dólares a través del “Dólar Agro”.

BONOS SOBERANOS

Los bonos soberanos mostraron cierta divergencia con respecto a la deuda de los países emergentes durante la última semana. La corrida cambiaria que pudimos ver los últimos días, con subas en torno al 4% en los FX financieros, atribuida en parte a la incertidumbre electoral y la inestabilidad económica que atraviesa el país explican gran parte de la caída en los precios de los bonos. Con el objetivo de controlar esta suba, organismos públicos comenzaron a vender bonos en pesos para así, lograr satisfacer la demanda de estas especies. Sin embargo, el resultado de esto fue una gran caída en las paridades de los bonos - especialmente AL30, ya que es el de mayor posición en manos de estos agentes - debido al aumento masivo en la oferta de estos. Ante esta situación, el día martes, el Ministro de Economía anunció por medio de sus redes que tomarían todas las medidas necesarias para contener la suba de los dólares paralelos. Tras lo cual, se comenzó a ver una mayor demanda en las especies C y D de los bonos, logrando así una intervención menos desfavorable para los inversores de esta clase de activos.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



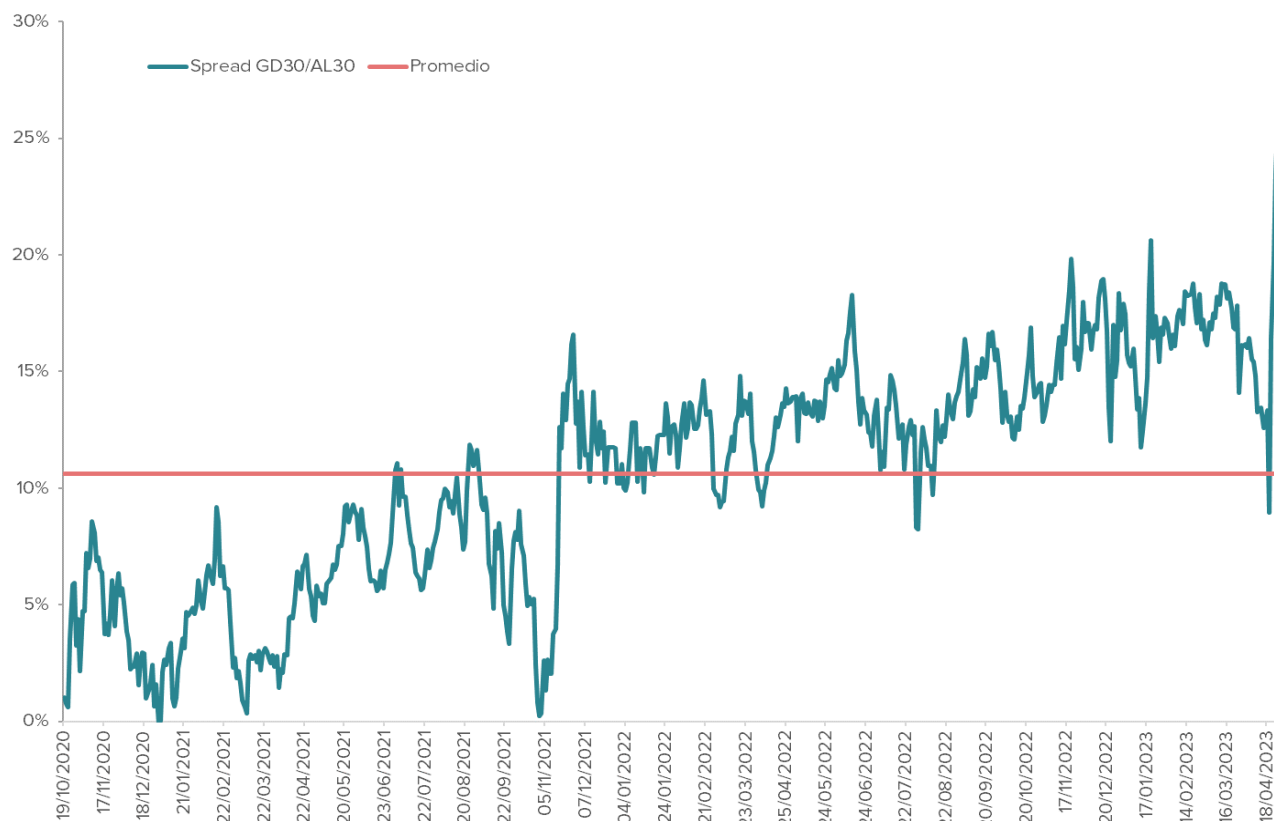
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

En el plano internacional, la deuda emergente se comportó de forma contraria a la deuda argentina, marcando una suba del 0,6% durante la misma semana. La semana que viene tendrá lugar la reunión del FOMC donde se decidirá si subir o no la tasa de interés. El mercado actualmente espera - con una probabilidad del 85% - una suba de 25 bps. Pero más allá de esto, será muy importante el discurso de los miembros del FOMC y sus proyecciones en cuanto a las variables macroeconómicas para el resto del

año. Ya que el mercado espera que el rango que se alcanzaría tras esta reunión - 500bps/525bps - sea el pico de este ciclo comenzado en marzo de 2022.

En cuanto a lo local, tras una intervención “incompleta” - ya que faltaba sostener las paridades en dólares - en las últimas ruedas comenzó a aparecer el Bid del BCRA en las especies C y D de los bonos AL30 y GD30. Esta intervención si bien no deja de ser perjudicial y atenta contra el comportamiento de los distintos activos, la tomamos como más benigna ya que no castiga, o lo hace de menor manera, a los inversores de estos títulos. Sin embargo, se debe tener en cuenta que esta supondría la utilización de las escasas reservas del BCRA, las cuales el Fondo Monetario Internacional había prohibido expresamente utilizarlas para intervenir sobre los dólares financieros, por lo que sin dudas será uno de los temas que se pondrán sobre la mesa en la próxima reunión que se llevará adelante con el organismo para rediscutir el Programa.

Spread de Jurisdicción GD30/AL30



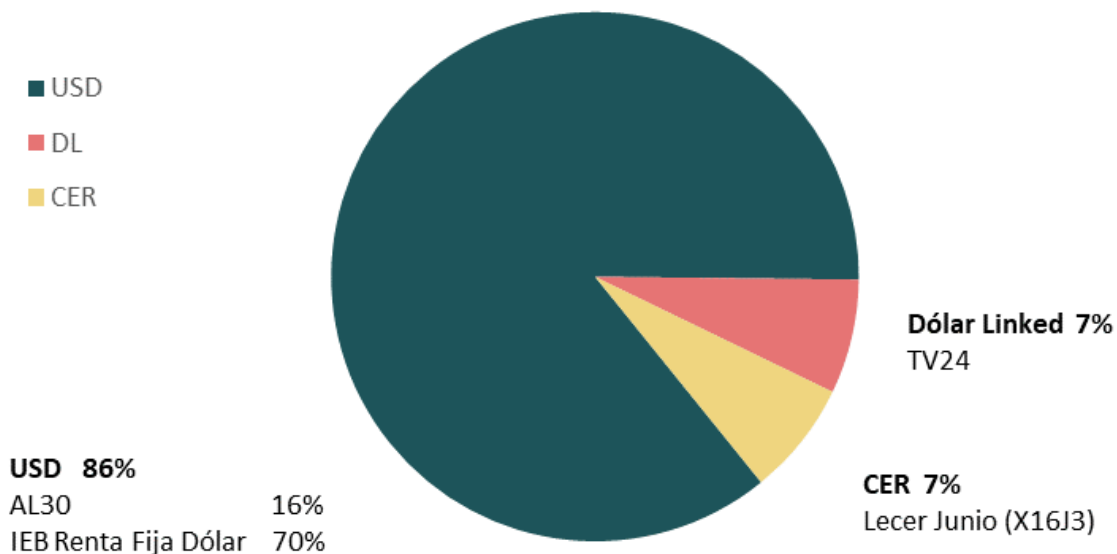
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Teniendo en cuenta el actual spread entre jurisdicciones, aumentado en gran medida debido a la intervención de los agentes públicos, recomendamos posicionarse en bonos ley Argentina debido al atractivo descuento con el que cotizan. Es importante remarcar que esta oportunidad la pensamos con un horizonte de mediano/largo plazo ya que mientras se mantenga el escenario actual de inestabilidad económica, las paridades de estos bonos pueden seguir atravesando una alta volatilidad.

CARTERA RENTA FIJA

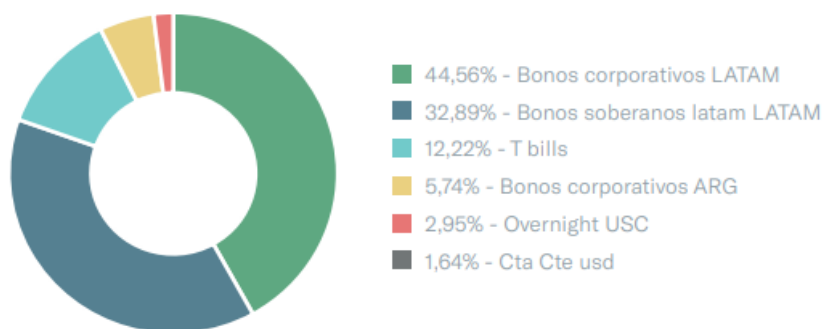
Ante la alta incertidumbre producto de las dificultades en el frente cambiario y las definiciones electorales, que estimamos se irán incrementando con el correr del tiempo, se avanzó con la estrategia de dolarizar la cartera. Aumentamos la exposición a activos en dólares en un 15%, de esta forma la cartera queda compuesta por activos en dólares en un 86% y por activos en pesos en un 14%.

Cartera Convicción



Por el lado de los activos en dólares, aumentamos 21% lo asignado al Fondo IEB Renta Fija USD que posee activos de baja duration y alta calidad crediticia, con el objetivo de reducir la exposición al riesgo local. Por otro lado, mantenemos una posición de 16% en el AL30, que si bien actualmente su posición técnica no es la mejor, con un horizonte de mediano plazo sin duda es un punto de entrada atractivo ya que cotiza en paridades del 20% y muestra un spread récord con respecto a su par Ley NY.

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Por el lado de los activos en pesos, seguimos optando por los activos CER y dólar linked, frente a una nominalidad creciente sobre la que todavía no hay certezas en qué niveles se estabilizará. Mantenemos la posición en activos CER a través de la Lecer Julio (X16J3), que nos permitirá capturar la aceleración inflacionaria, que luego de la suba de los dólares paralelos y la aceleración en el ritmo de devaluación, el nivel “piso” para esta variable es cada vez mayor. Mientras que otra porción equivalente de la cartera la destinamos a activos dólar linked, específicamente el TV24, que creemos seguirá siendo demandado por quienes buscan cobertura frente al tipo de cambio oficial, ya que las presiones cambiarias se continúan acumulando.

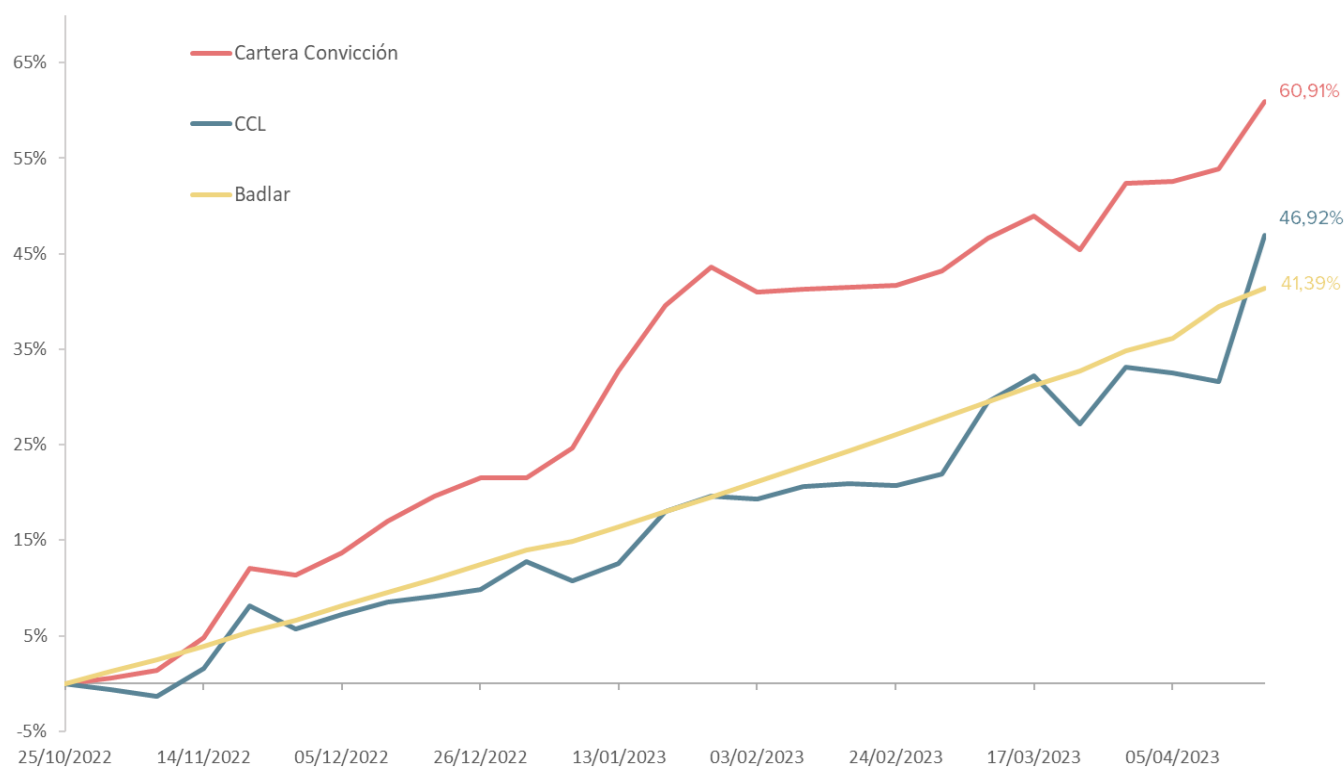
Cartera Convicción	Moneda	%	% Instrumento	Rdto	Precio 14-Abr	Precio 21-Abr	Rdo x Moneda	Rdo Total
	USD	71%	22,0% AL30 49,0% IEB Renta Fija Dólar	-5,81% 10,34%	9.895 0,985	9.320 0,990	3,79%	
ARS	29%	23,0% Lecer X16J3 6,0% TV24	1,37% 7,88%	157,45 20.740	159,60 22.375	0,79%		

La cartera que definimos la semana pasada tuvo un resultado positivo de 4,57% en pesos. El mejor rendimiento lo tuvieron los activos en dólares, a pesar la baja que sufrió el AL30 que cayó -5,81%. El Fondo IEB Renta Fija Dólar rindió un 10,34% y compensó la fuerte caída en la paridad del AL30, dejando la parte dólar con un rendimiento positivo de 3,79%. Respecto a los activos en pesos, estos tuvieron un rendimiento positivo de 0,79%, destacándose el TV24 con una suba de 7,88%, mientras que la Lecer Junio (X16J3) rindió 1,37%.

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%	5,59%
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	4,86%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	10,34%

Por último, durante la semana comprendida entre el 14 y el 21 del mes corriente, el Dólar CCL atravesó una importante suba de 11,62%, lo que dejó a la cartera con un rendimiento medido en dólares negativo de -6,31%.

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.