

30 de mayo 2023

En el corto: CER & DL. En el largo: ¿Equity o Soberanos?

Resumen

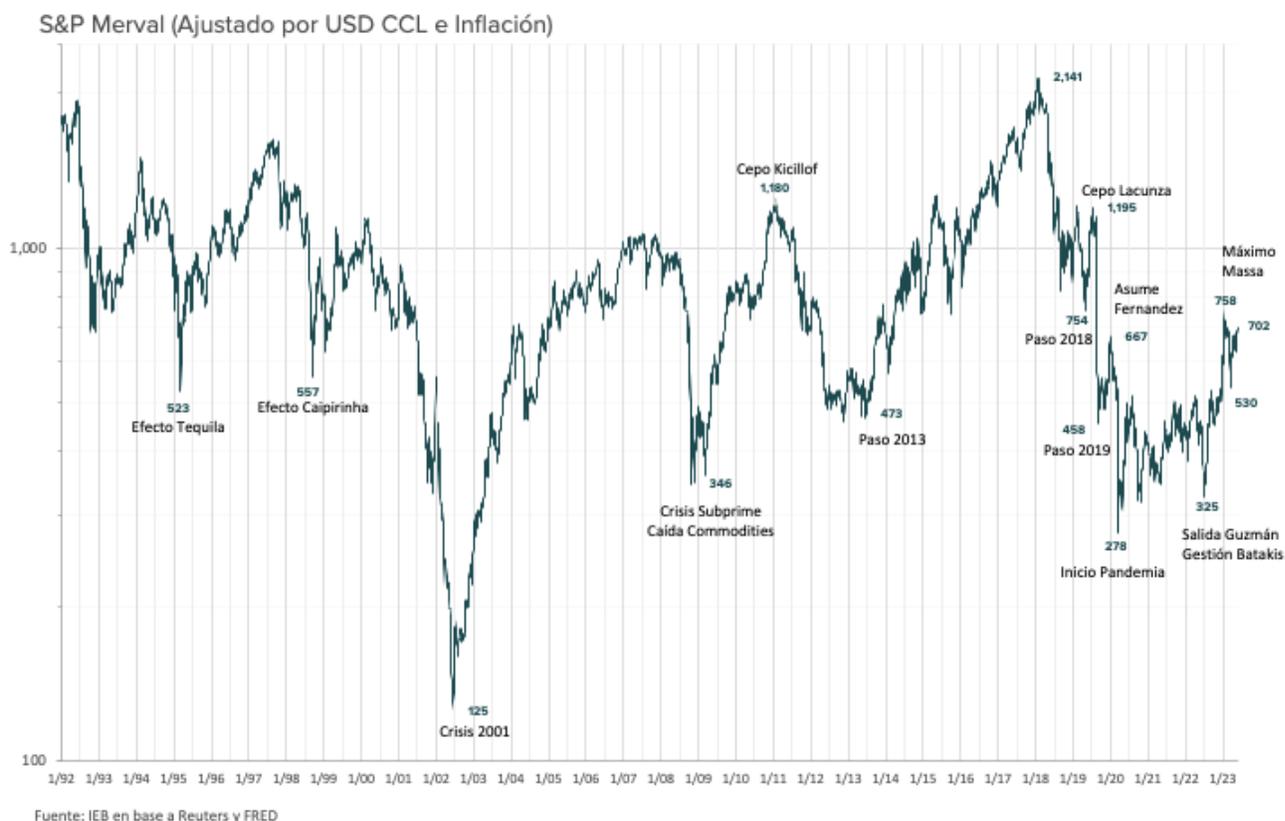
1. **Nuestra visión de corto plazo (antes de las PASO) es la de un gobierno que logra cumplir con su objetivo de “contener la brecha”. Interviniendo en el mercado para mantener a raya los FXs financieros. Dejando de esta manera espacio para hacer tasa.**
2. **Por tanto, monitoreando semana a semana en nuestra cartera, durante la presente consideramos que alocar un 30% de la misma a instrumentos en pesos redundaría en rendimientos que serían superiores al movimiento de los FXs.**
3. **Es así que en el corto nos gustan los instrumentos indexados por CER (particularmente el T2X3) y para capturar potenciales riesgos de un salto discreto o aceleración en el ritmo del “crawling peg” los DL (creemos que el fondo IEB Renta Fija-DL) es un muy buen vehículo para posicionarse.**
4. **Ahora, con una mirada puesta en el largo y luego de la asunción de un nuevo gobierno. En un escenario más constructivo y que permita comenzar a implementar un verdadero y profundo plan de estabilización: ¿Dónde hay más potencial de suba: en el equity argentino o en los bonos?**
5. **A la actual cotización del S&P Merval y los bonos soberanos, creemos que el potencial de upside está en los bonos soberanos (especialmente el AL30).**
6. El sector energético ha tenido una performance impresionante durante el 2022 y, durante lo que va del 2023, se ha mostrado lo suficientemente defensivo como para mantener al índice en niveles que no se condicen con los niveles observados de riesgo país.
7. De hecho, ese desarbitraje parece ampliarse rueda a rueda explicado también por las intervenciones del gobierno vía bonares que han llevado los spreads entre jurisdicciones a niveles exacerbadamente altos; particularmente notable en el AL30.

¿Cómo viene evolucionando el S&P Merval?

Visto en una perspectiva histórica, el S&P Merval se encuentra hoy cotizando a USD 702 (medido en CCL y ajustado por la inflación de EE.UU.), este valor se halla 150% por encima del mínimo de la pandemia y 67% por debajo del máximo registrado en 2018.

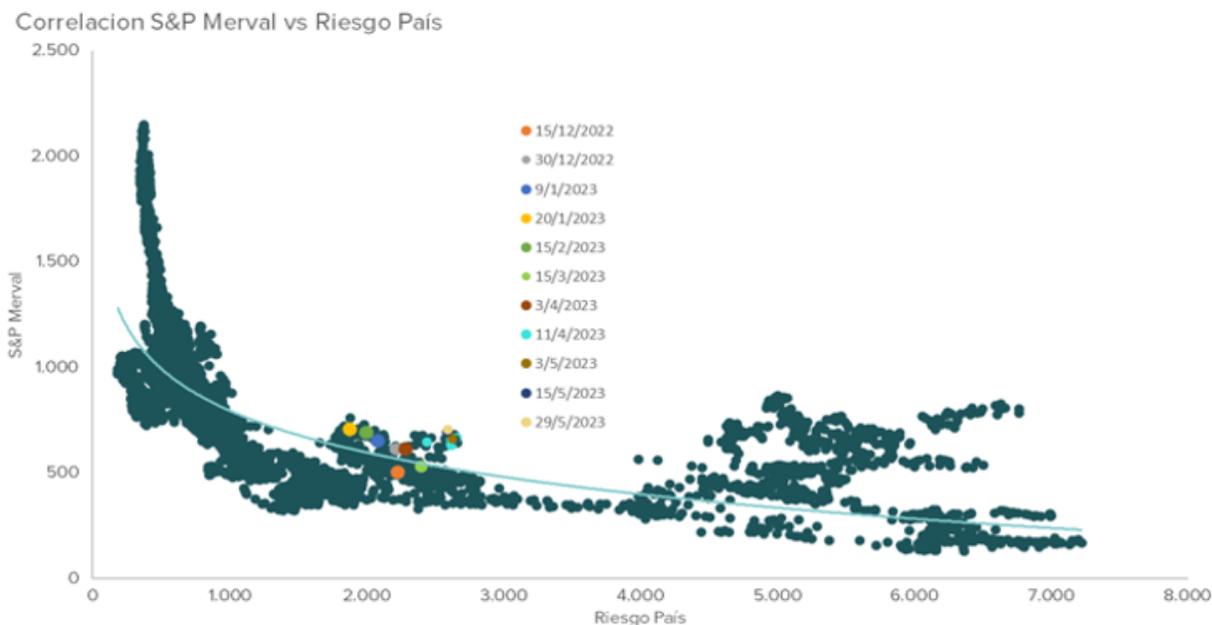
Venimos sosteniendo hace varios meses que vemos un S&P lateralizando en niveles de 600-700 puesto que consideramos que no hay drivers genuinos para que las compañías argentinas incrementen notoriamente sus ganancias. Salvo el sector energético en el que se han materializado gran cantidad de proyectos e inversiones, el resto de los sectores intenta atravesar la coyuntura macro mitigando los daños que esta ocasiona.

En el marco de un nuevo gobierno, y pensando en un entorno más constructivo para la macro, vemos claramente upside en el equity argentino. Pero también creemos que llevará mucho tiempo volver a los USD 2.140 alcanzados en 2018.



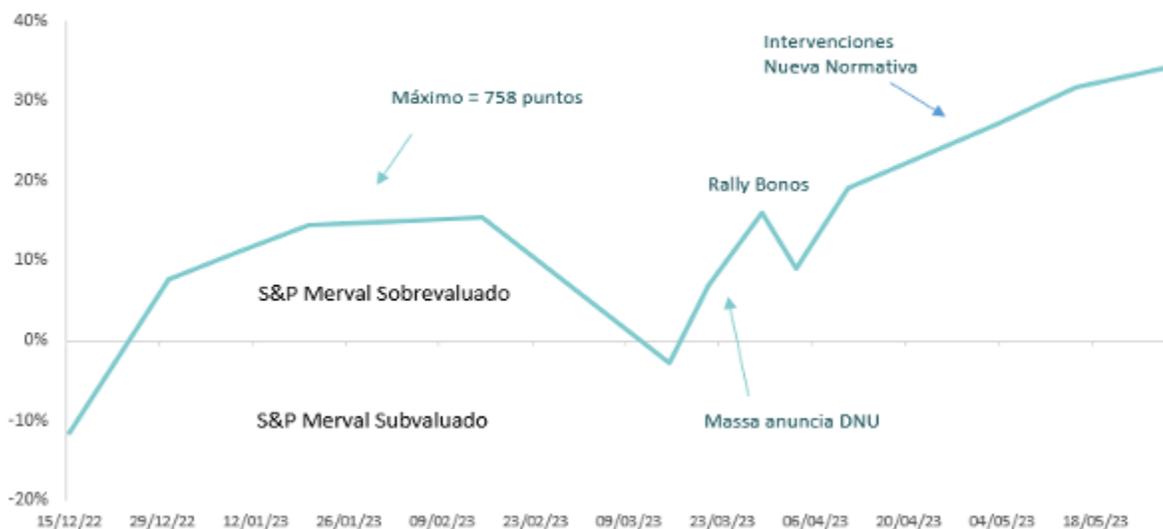
Por otro lado, si observamos cómo se viene comportando el índice con respecto a los niveles observados de riesgo país, vemos un claro “desarbitraje” que parece ir acentuándose más y más. El S&P Merval se mantiene altamente defensivo, mientras que a los bonos soberanos les

cuenta recuperarse dada la mayor percepción de riesgo que el mercado les asigna y las continuas intervenciones del gobierno que presionan el precio hacia abajo.



Así si vamos observando los movimientos del índice frente a la línea de tendencia del gráfico anterior vemos como en las últimas ruedas los valores del mismo se van alejando de valuaciones que serían acordes al riesgo país.

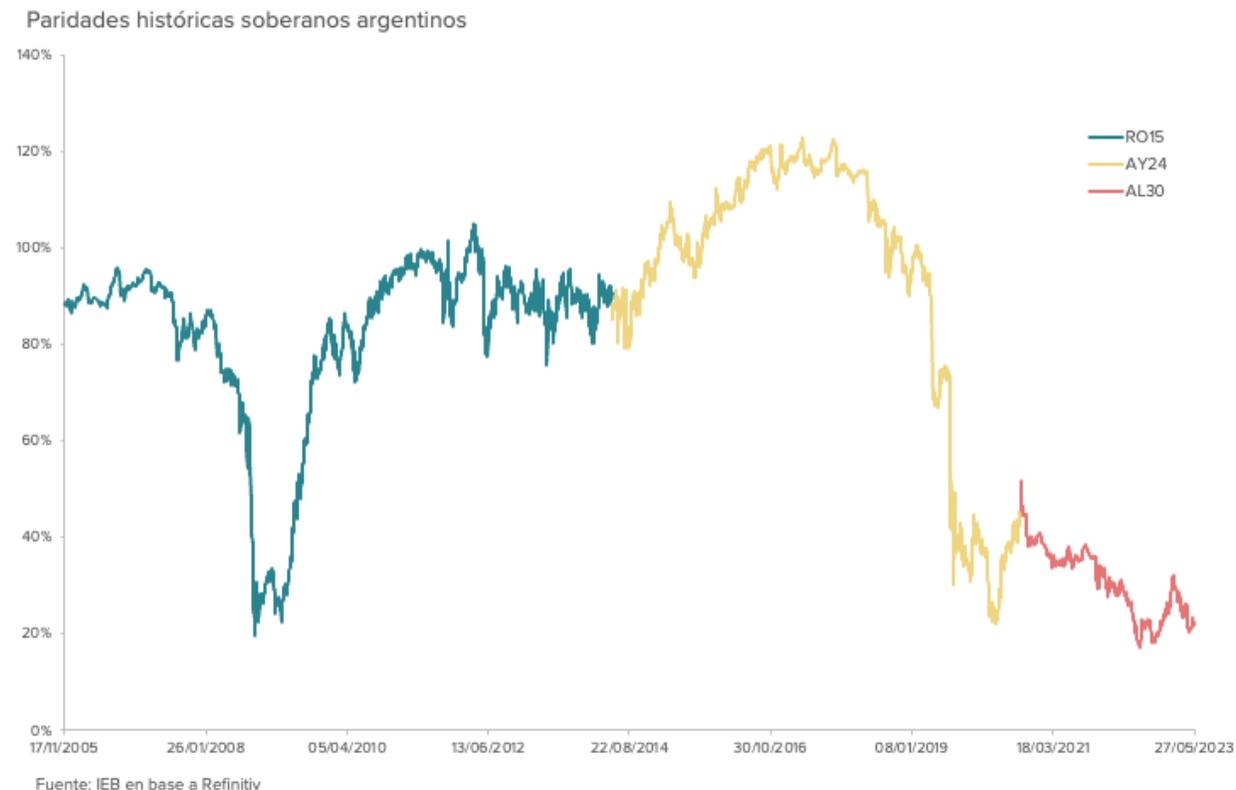
Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

¿Qué pasa con la deuda soberana?

Nuevamente, mirando una perspectiva histórica haciendo un empalme con los diferentes bonos soberanos, vemos que los actuales niveles casi pricean una deuda con alto riesgo de default, cotizando a niveles que se encuentran por debajo de los niveles de recuero observados en reestructuraciones ácidas y con mayores quitas.



En nuestra “Trade Idea” del AL30 y sus sucesivos updates hemos dado nuestros fundamentos por los cuales creemos que hay varios factores que hacen una reestructuración poco probable.

Los resumimos:

1. Al gobierno actual le queda solamente un servicio de USD 980 MM en concepto de pago de cupones el 9/7. Creemos que esos dólares se conseguirán puesto que el efecto del no pago tendría consecuencias electorales (el vencimiento es anterior a las PASO) y macroeconómicas que podrían desestabilizar la macro y repercutir en el resultado electoral.
2. Ya en el 2024, con nuevo gobierno en el poder y terminado el efecto “La Niña”: el ingreso de divisas por parte del agro tendería a normalizarse. El agro muy probablemente vuelva a obtener buenos rindes que le permitan aportar divisas acercándose al promedio de los últimos años. Por otra parte la balanza energética, extremadamente negativa en el

2022, proyectada como negativa para este año (aunque lejos de los niveles de 2022), podría arrojar ya en 2024 valores cercanos a cero o, incluso algún superávit.

3. No tiene sentido económico ni financiero reestructurar la deuda en el actual contexto de tasas de interés internacionales: se terminaría pagando lo mismo solamente por los intereses que lo que correspondería pagar por intereses más amortizaciones de capital.
4. Finalmente, los montos a los que se enfrentará el nuevo gobierno son aproximadamente unos USD 4.000 MM en concepto de intereses y amortizaciones. Un número que consideramos es manejable.

AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Un interrogante que se plantea muchas veces es: ¿Cuál es la posibilidad de que el gobierno entrante aproveche la “vulnerabilidad” de los Bonares -esto es estar bajo legislación local- para realizar cambios en los términos y condiciones dejando a sus contrapartes de ley extranjera sin cambios? En nuestra opinión esto no tendría sentido: primero porque sería contrario a los intereses de un gobierno entrante que va a depender de una normalización en el acceso al crédito internacional y esto sería una medida que iría en contra de ello. Segundo porque sería muy ingenuo pensar que una reestructuración de la deuda bajo ley local no implicaría cambios en la calificación de toda la deuda soberana (legislación local y extranjera) y, por último porque una buena parte de los bonos soberanos bajo ley local ya se encuentran en poder de organismo que conforman el sector público.

Conclusión

Es en este contexto en el que nos preguntamos: **¿dónde está el upside pensando en el largo? y creemos que hoy presenta más potencial a la suba un bono soberano: especialmente el AL30 que el mercado de equity en general.**

Por otra parte, ante un escenario en el que la coyuntura se termine complicando es también al equity al que vemos con mayor potencial de ajuste, mientras que la deuda soberana no quedará exenta de un ajuste- el mismo debería ser menor puesto que ya se encuentra cotizando a paridades muy bajas.

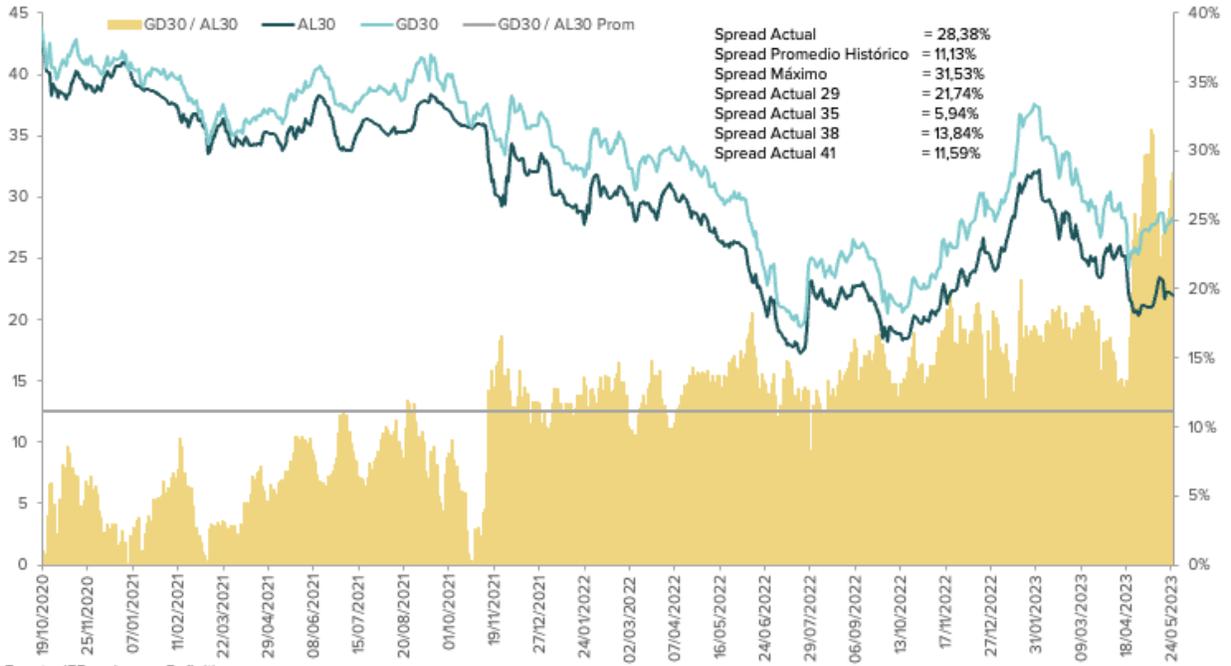
Para ello resulta interesante observar en el gráfico inferior los valores pisos alcanzados por la deuda soberana (en este caso el AL30 y GD30) durante la salida del ministro Guzmán y la gestión Batakis frente a la potencial caída que se observó en el mercado de equity (primer gráfico).

El S&P Merval hoy se encuentra un 116% por encima del mínimo luego de la gestión Batakis (mínimo de USD 325 frente a cierre de hoy de USD 702) , mientras que el AL30 se halla a un 25% de dicho punto (mínimo de USD 16,78 frente a cierre de hoy de USD 21,07)

¿Esto quiere decir que no hay valor en las acciones argentinas? NO. Existe potencial, y mucho, pero en nuestra opinión dado el efecto defensivo que ha venido teniendo el sector energético durante este 2023 ha servido para mantener “a flote” al índice. **De esta manera, si uno tuviera que pensar en el largo plazo, manteniendo el escenario constructivos tal vez sea el sector bancario quien tenga el potencial de suba mayor, el inconveniente que presenta dicho sector es que indudablemente un programa de estabilización macroeconómica los termine afectando.**

Por tanto consideramos que para el largo plazo es probablemente una mejor opción ir posicionándose (o continuar manteniendo la posición) en el bono soberano AL30 y capturar un mayor potencial de suba, sobre todo aprovechando el inusualmente alto spread que existe entre este bono y su contraparte de ley extranjera que hoy se encuentra en torno al 24% (ver gráfico inferior).

Spread de Jurisdicción



RESEARCH

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

TRADING DESK

NICOLÁS CAPPELLA

Sales Trader

ncappella@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista

ldecoud@grupoieb.com.ar

FEDERICO BROGGI

Sales Trader

fbroggi@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista Jr.

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

fherrera@grupoieb.com.ar

INVERTIR EN BOLSA

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

Tel: (+54 11) 5353-5500 <https://invertirenbolso.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.