

27 de julio de 2023

Argentina Weekly

Los mil y un dólares

Finalmente, el gobierno terminó por implementar una devaluación “impositiva”. En un intento de dar una señal al fondo y de incrementar la alicaída recaudación, optó por no realizar un salto discreto del tipo de cambio oficial e implementar un impuesto sobre las importaciones. **El arancel aplicable depende de los rubros a importar y, conjuntamente con el lanzamiento oficial del “Dólar Soja” IV, vuelven a incrementarse la multiplicidad de tipos de cambios diferenciales, cuya enumeración ocuparía el resto de esta introducción.**

El inminente viaje del ministro-candidato Massa a Washington para terminar de cerrar el acuerdo nunca terminó por concretarse. Y el único logro obtenido hoy por hoy por parte del gobierno podría definirse como el pronunciamiento del fondo de un “acuerdo” para lograr un “acuerdo”: sin detalles, ni montos, ni fechas.

En este escenario, nuestra visión sobre la imposibilidad del gobierno de llegar a anunciar un acuerdo antes del receso de 15 días que se toma el organismo a partir del 31/7, se vuelve cada vez más certera. Por tanto, **vemos como el más probable de los escenarios, que los vencimientos se paguen con reservas.** El punto clave es que sí o sí, este pago deberá efectuarse en Yuanes y, para lograr esto, el gobierno debe lograr la activación del segundo tramo de USD 5.000 MM y no es público que es lo que pueda llegar a solicitar China para dar el visto bueno (recordemos que, entre el 31/7 y el 1/8, vencen un total de USD 3.432 MM).

De acuerdo a dichos que ha vertido el ministro-candidato Massa el acuerdo destrabaría un volumen suficiente como para cubrir largamente las obligaciones de este año (que quitando el vencimiento del 31/7 y el 1/8 ascenderían a USD 5.177 MM). Más aún, especificó que dichos desembolsos se haría en dos tramos: un 75% post PASO y el restante 25% luego de las generales de octubre. Veremos cuándo y cuánto de lo anunciado por Massa se termina materializando.

En medio de toda esta situación tan compleja en lo económico y tan incierta en lo político contamos, al menos en nuestra visión, con una cierta certeza: el gobierno realizará hasta el último esfuerzo para contener los FXs financieros al menos hasta pasadas las PASO e incluso intentará por todo los medios extender dicha pax cambiaria hasta las elecciones de octubre.

ECONOMÍA

Brevemente los temas relevantes de la semana fueron: El acuerdo con el FMI, La situación de las reservas, Dólar, Licitación del Tesoro e Inflación.

1. Acuerdo con el FMI: Finalmente llegaron los anuncios relacionados al acuerdo con el Fondo... y resultaron ser no más que un anuncio de un “acuerdo para llegar a un acuerdo”. No se conoce aún si llegarán o no los desembolsos, cuáles serían los montos y fechas, ni qué ajustes de metas resultarán del acuerdo. Llegar a cerrar dicho acuerdo antes del receso resulta a esta altura imposible, con lo cual el pago de vencimientos con reservas es una certeza, y el pago con yuanes casi lo es también. Lo más relevante del acuerdo en estos días resultó ser las medidas adoptadas desde el Ministerio de Economía como guiño al organismo para “fortalecer las reservas del Banco Central”, y en busca de evitar un salto discreto del tipo de cambio oficial, las cuales no llegaron sin consecuencias.

En primer lugar se encuentra la imposición de nuevos impuestos a las importaciones, más específicamente un 25% para el pago de servicios en el exterior exceptuando fletes (se les aplica un 7,5%), y un impuesto PAIS de 7,5% para la importación de bienes, a excepción que se utilicen dólares propios. Esta medida funciona como una especie de devaluación “impositiva” en busca de encarecer los productos importados, lo cual tendría inequívocamente un efecto inflacionario, inicialmente sobre aquellos productos y servicios que utilicen insumos del exterior, y posteriormente afectando al resto de la economía. A su vez, se incrementó la carga impositiva sobre el dólar “solidario”, el cual pasa a tributar un 10% más a cuenta de ganancias y se equipara al dólar “tarjeta”: una “simplificación” del régimen de tipo de cambio, el cual no deja de ser altamente complicado.

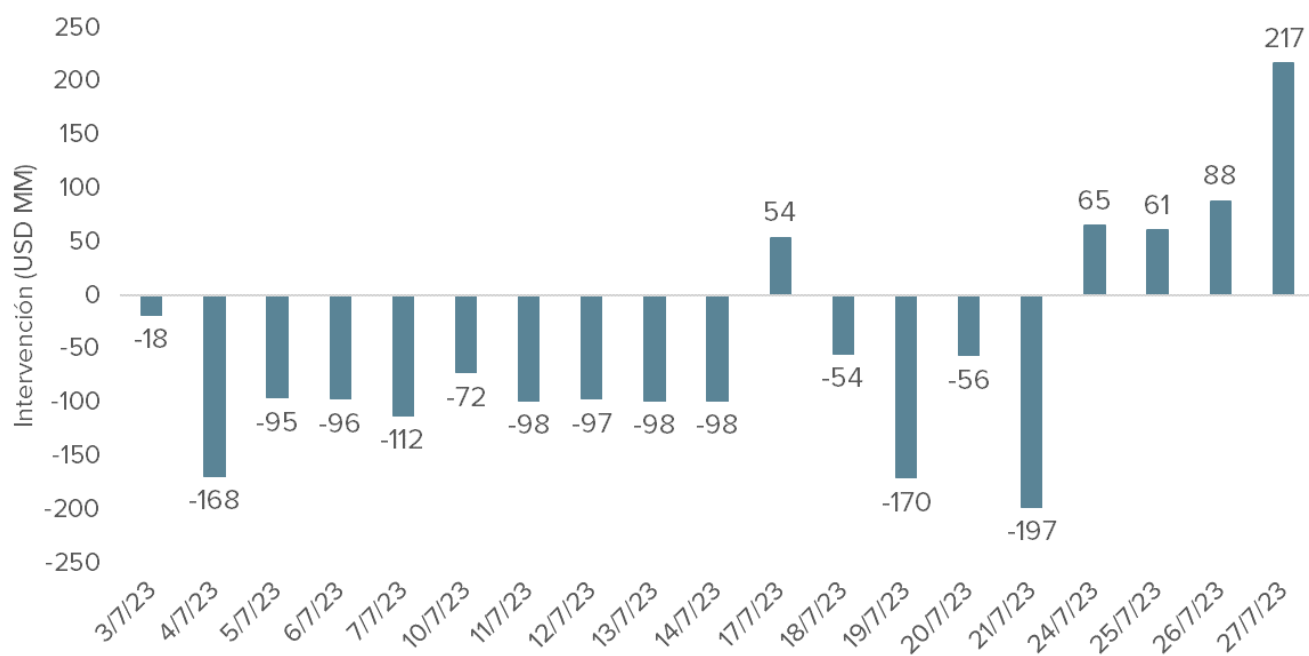
A esta medida se le suma la implementación de un nuevo Programa de Incremento Exportador (“Dólar Soja”), otorgando un tipo de cambio preferencial a determinados productos de origen agrícola para la exportación. Esta medida arrojó resultados positivos en sus ediciones anteriores en cuanto a incorporación de reservas, aunque su eficacia se vio reducida en la última oportunidad, con lo cual en principio debería resultar en acumulación de divisas por parte del BCRA. Sin embargo, cabe destacar el impacto de esta medida en cuanto a la emisión, debido a la diferencia entre el tipo de cambio ofrecido y el mayorista. A su vez, dada la inclusión del maíz entre los productos alcanzados por el programa, la medida podría tener un impacto inflacionario sobre los precios de las carnes, generando gran preocupación en los sectores lácteo, avícola y porcino.

A pesar del impacto negativo sobre los precios que tendrá este paquete, el organismo avaló las medidas implementadas desde el Ministerio de Economía, asegurando que son “positivas para fortalecer las reservas y consolidar el camino del orden fiscal”, y reflejando un cierto entendimiento entre ambas partes del acuerdo. Será cuestión de esperar para recibir una confirmación oficial en cuanto a los detalles del acuerdo el cual, tras meses de estancamiento, parece finalmente estar en camino.

2. Reservas: A pesar de haberse observado compras de divisas por parte del BCRA en el MULC y del impulso en la liquidación del sector agropecuario gracias al “Dólar Agro” IV, la sangría de reservas continuó extendiéndose, y no esperamos observar una disipación de la presión sobre estas. Con los vencimientos frente al FMI aproximándose y la intensificación de la dolarización preelectoral, las arcas de la autoridad monetaria podrían sufrir aún más golpes, dado que no cuenta con DEGs para hacer frente a dichos pagos (ni dólares), y se ocupará de hacer uso de todos los instrumentos a su disposición para contener a las cotizaciones financieras y evitar una disparada de las mismas, derivando en un goteo de reservas aún mayor.

A pesar de tener sabor a poco, el dólar preferencial implementado en marco de la cuarta edición del Programa de Incremento Exportador parece estar brindando resultados positivos, con las liquidaciones del agro incrementándose sustancialmente (empujadas en gran medida por la inclusión del maíz entre los productos alcanzados por el programa). Mientras que en ediciones anteriores el beneficio para los productores por la implementación de este tipo de programas alcanzaba un 40% por sobre la cotización oficial, en este caso el dólar de 340 significa un margen de tan solo 25%. Sin embargo, los productores parecen ver un gran atractivo en esta oportunidad, dado que las liquidaciones se dispararon a niveles alcanzados cuando la soja aún se encontraba dentro del programa -de USD 5 MM al comienzo de la semana hasta USD 271 MM- que le permitieron al BCRA acumular desde el comienzo de la semana USD 431 MM.

Intervenciones diarias del BCRA en el MULC (Julio 2023)

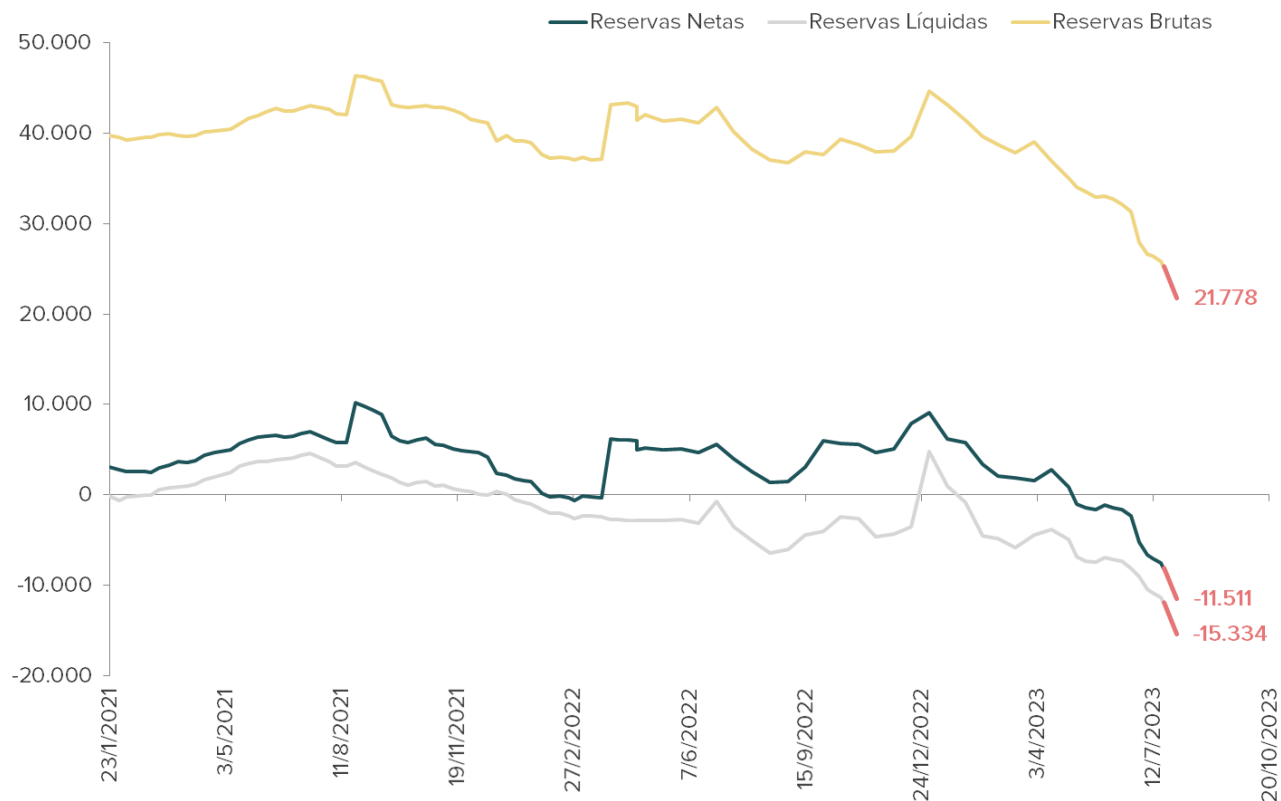


IEB en base a BCRA

De todas formas, las reservas brutas acumularon una caída cercana a USD 500 MM, lo cual nos lleva a pensar que posiblemente la explicación detrás de este descenso se encuentre en la intervención sobre los dólares financieros, con los montos negociados de bonos soberanos, más precisamente AL30 y GD30, respaldando esta idea.

Dada esta salida de divisas, las reservas brutas se acomodaron en USD 25.210 MM, con las reservas netas perforando la marca de USD -8.000 MM y encaminándose a sufrir el impacto de los próximos pagos al FMI de frente: el BCRA no cuenta con los DEGs ni dólares necesarios para hacer frente a los vencimientos, con lo cual es casi una certeza que estos serán cancelados con yuanes provenientes de las arcas del Central. No obstante, se deberá solicitar la activación del tramo final del Swap con el Banco Popular de China para hacer uso de los mismos, lo cual no es más que solicitar otro préstamo con condiciones desconocidas actualmente. En este contexto trazamos el sendero que seguirán las reservas hasta los primeros días de agosto, suponiendo esta activación y el pago en moneda china de los próximos vencimientos.

Reservas Brutas, Netas y Líquidas



3. Dólar: A medida que se aproximan las elecciones primarias, las presiones cambiarias comienzan a tomar fuerza, con las cotizaciones financieras incrementando su ritmo alcista y el dólar libre disparándose a un inédito máximo nominal de \$550 en un contexto de devaluación “impositiva” que genera aún más

incertidumbre en materia cambiaria. Pese a la implementación de nuevas medidas en marco del acuerdo con el FMI, todas las cotizaciones presentaron fuertes subas, especialmente en los últimos días, dejando en evidencia que estas no funcionaron como método de ocultamiento de una devaluación y la tendencia al resguardo en moneda extranjera en períodos de alta incertidumbre por parte del público en general.

El CCL calculado mediante acciones locales y sus ADR sostuvo su sendero alcista con algunos sobresaltos que llevaron a la brecha por encima del 100% aunque con relativa tranquilidad, alcanzando un máximo de \$546 que significó una suba de \$26 en el mes de julio. Por el lado del MEP la suba fue aún más intensa, alcanzando \$515 e incrementando su cotización en \$50 a lo largo del mes.

Balance Sintético del BCRA

	31/12/2021	31/12/2022	31/1/2023	28/2/2023	31/3/2023	30/4/2023	31/5/2023	30/6/2023	21/7/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	41.298	41.417	38.709	39.060	35.001	33.001	27.926	25.210
2. Bonos - USD MM	7.924	6.720	9.116	8.395	7.534	6.517	7.069	8.783	8.661
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.019	50.533	47.104	46.594	41.519	40.070	36.709	33.871
4. Pasivos Monetarios - \$ miles	4.895.545	7.340.547	7.721.215	7.769.439	7.901.613	7.863.242	8.207.832	8.523.783	8.898.544
5. Pasivos Remunerados - \$ miles	5.044.615	10.483.446	10.944.518	11.643.740	12.206.886	13.777.371	15.027.723	16.469.099	17.270.814
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	209	371	369	412	432	521	580	681	773
7. CCL	203	344	365	367	406	443	491	514	553

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

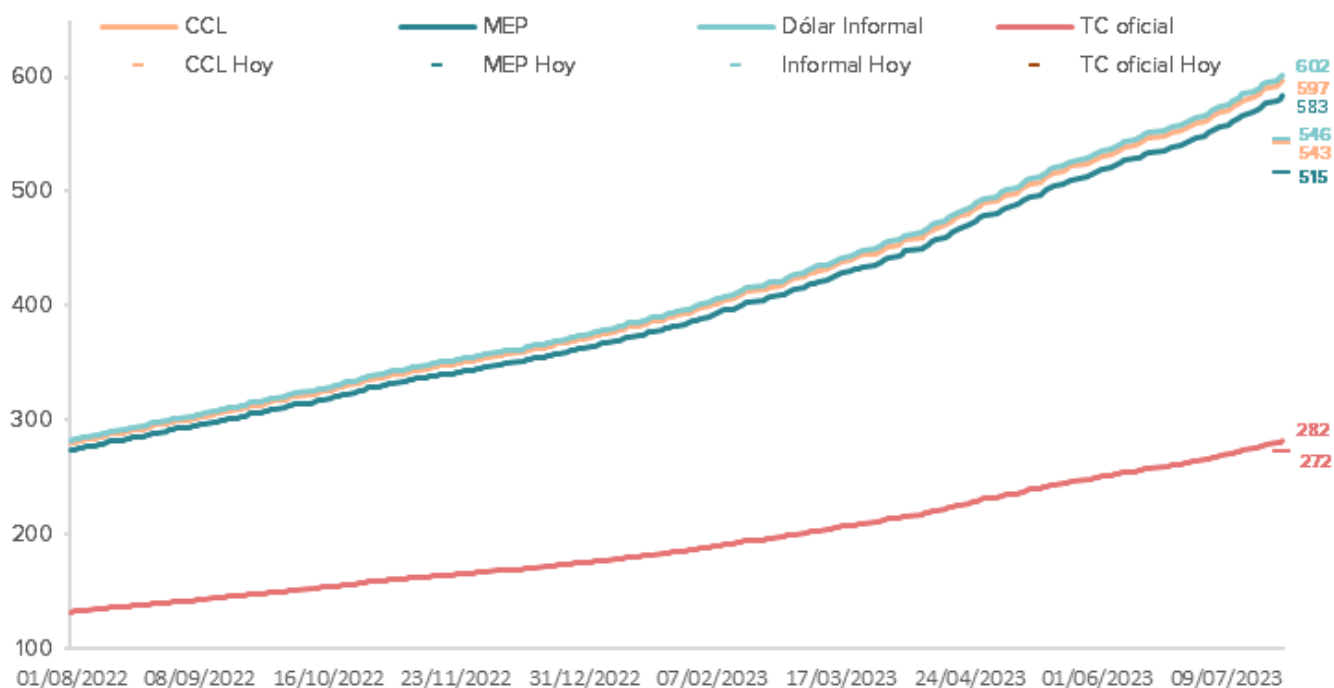
Por el lado de nuestro benchmark CCL se continúa observando un gran deterioro de la hoja de balance del BCRA, con reservas en constante caída y pasivos incrementándose a pasos agigantados. Con datos del 21/7, el mismo se ubicó en \$773 con un desvío del 40%, marcando un nuevo máximo tanto nominalmente como en términos del desvío con el CCL de mercado, el cual prolongó su camino al alza asistido por la intervención oficial que contuvo a los dólares financieros. Con los vencimientos con el FMI a afrontar a fines de este mes posiblemente se observe un notable incremento en nuestro benchmark acompañado de un desvío mayúsculo.

En cuanto al dólar informal, tras anunciado el nuevo paquete de medidas a principios de la semana, se observó un salto notable de la cotización: \$20 de una semana a la otra. Esta disparada no resulta tan sorprendente dada la cercanía a las elecciones, con el público en general esperando saltos discretos en los tipos de cambio y buscando cobertura frente a los mismos, sumado a la devaluación impositiva aplicada desde el Ministerio de Economía, la cual afectó al dólar “solidario”, al que se puede acceder comúnmente.

Es en este contexto de incertidumbre y de saltos cambiarios que decidimos hacer un análisis respecto al acompañamiento de los dólares con la nominalidad (tomando las cotizaciones al inicio de la gestión Massa), dado que este podría ser considerado como un bien más de la economía, y sacar conclusiones acerca de qué tan “caro” o “barato” está el dólar.

Desde el punto de vista del tipo de cambio oficial se ha observado un cierto acompañamiento de la inflación, lo cual resulta coherente teniendo en cuenta que es esa la cotización a la que acceden los importadores y tiene mayor incidencia sobre el nivel de precios. Por el lado de los dólares alternativos, se ha observado una tendencia general de acompañamiento de la inflación, pero con cierto atraso, posiblemente asistido por la intervención oficial con el objetivo de contener estas cotizaciones. **En conclusión, podría argumentarse que los dólares continúan siendo “baratos” en comparación con un momento convulsionado para la economía como fue la salida de Batakis del Ministerio de Economía.**

Dólar Oficial, CCL, MEP e Informal (valor al comienzo de la gestión Massa ajustado por inflación vs actual)

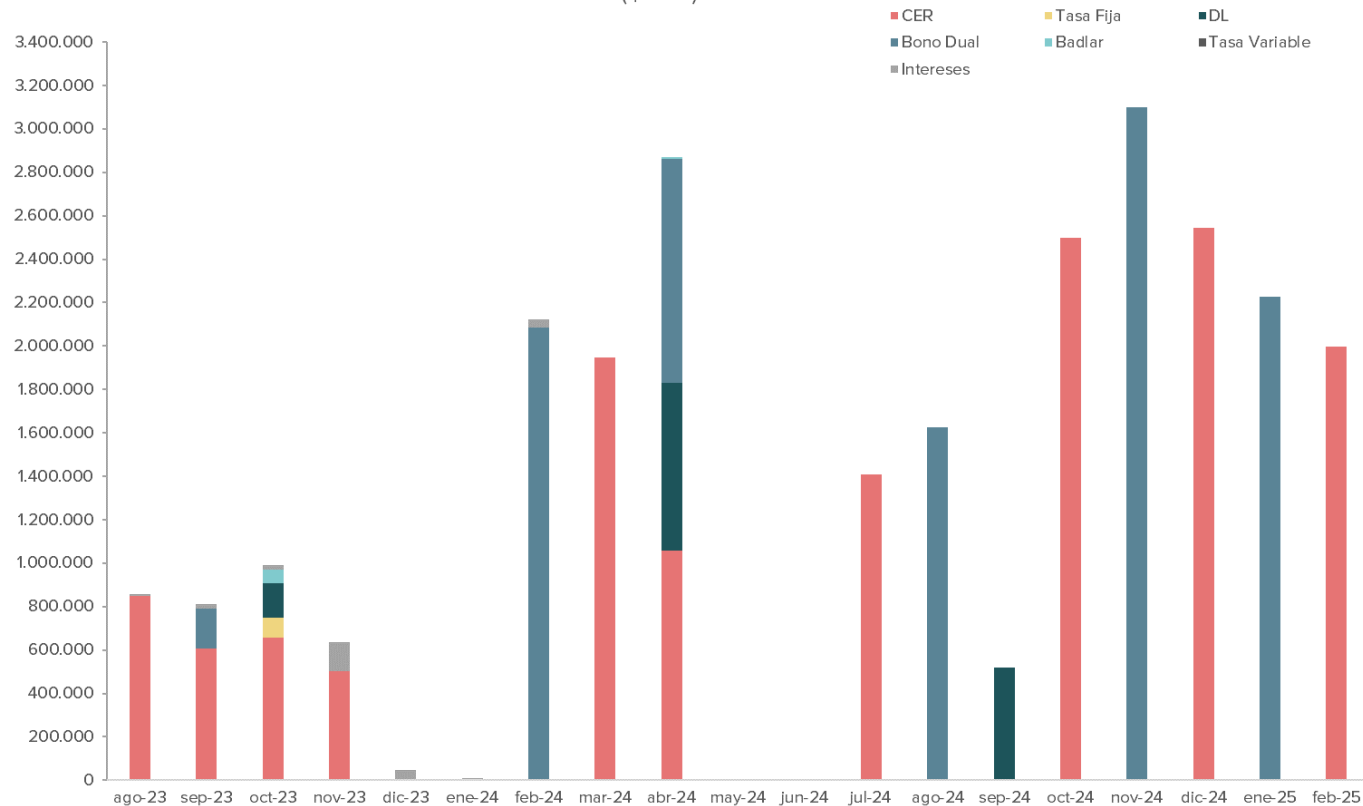


Fuente: IEB en base a Refinitiv

4. Licitación del Tesoro: Hoy el Tesoro estará llevando a cabo la última licitación del mes buscando renovar vencimientos por \$638.000 MM correspondientes al bono T2V3 por \$300.000 MM, el dual TDL23 por \$198.000 MM, Lelite por \$78.000 MM y Ledes por \$61.000 MM. Se estima que los vencimientos están prácticamente en su totalidad en manos del sector privado. Ayer se conocieron los títulos que se licitan, incluyendo: una Lelite al 23 agosto 2023, Lede Octubre (S3103), Lecer noviembre (X23N3), dos bonos Dólar Linked (TV24 y T2V4) y dos Boncer (T2X4 y T2X5). En la última licitación llevada a cabo el 14/7 donde vencían \$622.000 MM, el Tesoro había logrado una tasa de rollover de 124% en la que se supone hubo una participación alta del sector público ya que, al licitarse los puts del BCRA, la demanda de los mismos resultó llamativamente baja por parte de los bancos. Se estima que en lo que va del año la recompra de deuda en pesos en el mercado secundario por parte del BCRA a entidades públicas supera los \$2 BB, una cifra

similar al financiamiento neto que acumula el Tesoro en las licitaciones de este año. Por otra parte, se estima que en las últimas ruedas el BCRA habría estado comprando TX24 en el mercado secundario por alrededor de \$250.000 MM a alguna entidad pública que podría usar estos fondos para participar en la licitación que está llevando a cabo el Tesoro.

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

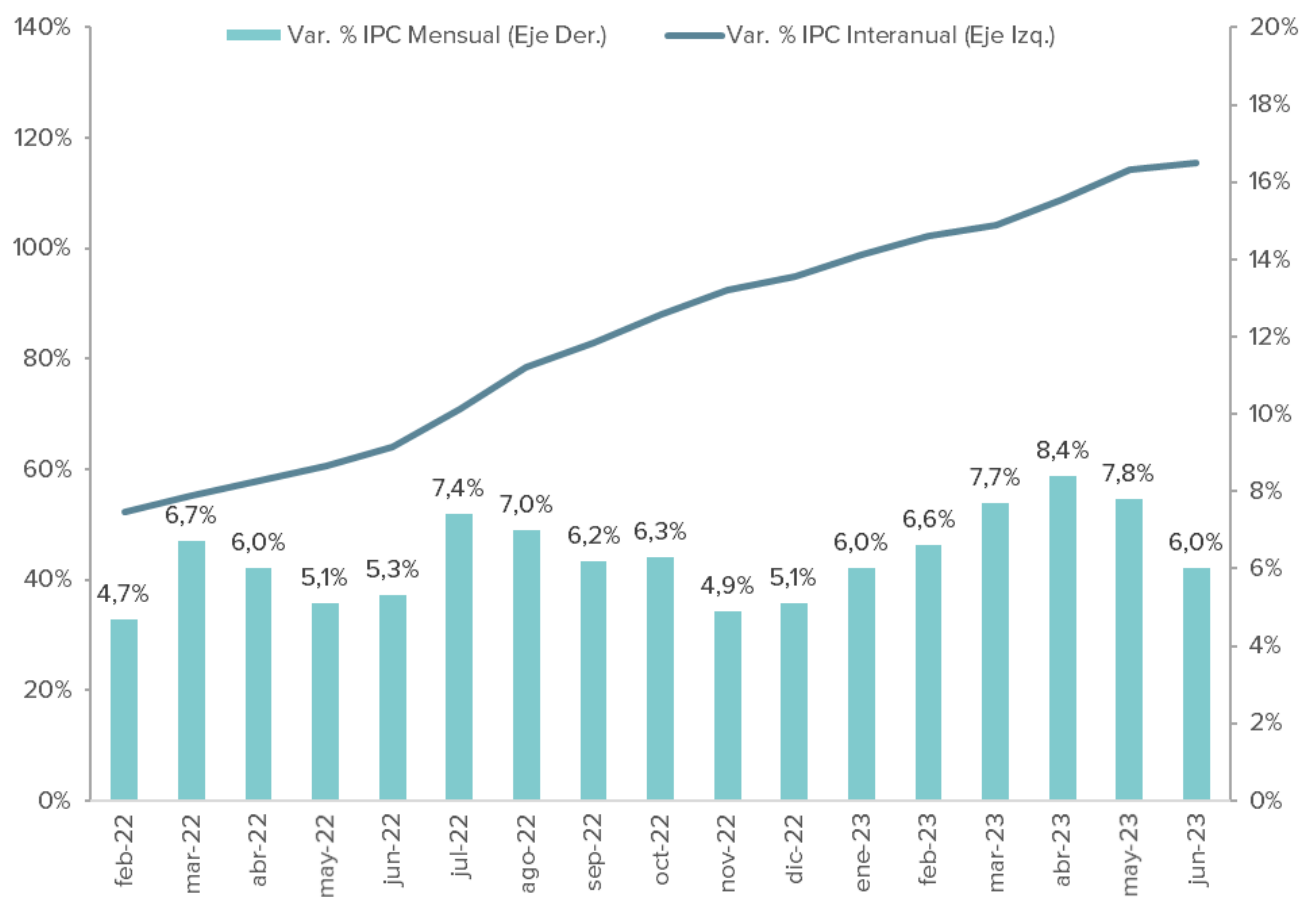


Fuente: IEB en base a Mecon

5. Inflación: La desaceleración de la inflación por segundo mes consecutivo se cree que se debió a cuestiones transitorias como fue una menor suba en los precios de los alimentos y factores estacionales que pueden revertir la tendencia en los próximos meses. Se estima que lo único que podría servir de ancla para la inflación durante el segundo semestre son los precios regulados, puesto que no se esperan subas significativas en las tarifas de energía, mientras que el cronograma de subas de naftas y servicios telefónicos rondaría el 5% mensual. Existen varios factores que hacen pensar que esta desaceleración no se extenderá y se verá un rebote más pronto que tarde. En primer lugar los precios mayoristas de junio, que mostraron una variación mensual de 7,5%, se estima traccionarán la inflación de este mes en gran medida. Por otra parte, la estacionalidad este mes no será tan generosa, dado que el turismo juega un papel importante y existen mayores aumentos de prepagas y de colegios. A esto se le suma la fuerte suba del dólar informal, el cual lleva acumulado en el transcurso del mes un aumento cercano al 11% con un efecto concreto sobre las expectativas inflacionarias de los agentes de la economía. Finalmente, el

impuesto a las importaciones que se conoció esta semana se estima que representó un encarecimiento del tipo de cambio importador promedio de alrededor de 5%. Esto también tendría un efecto sobre el nivel de precios internos con el correr del tiempo, tornando más atractivos los títulos CER con vencimientos que operen lo suficientemente lejos en el tiempo, para poder captar así el traspaso a precios de esta devaluación impositiva que no termina afectando el tipo de cambio oficial y por ende le quita la función de cobertura a los instrumentos dólar linked. Por otra parte, veremos si la demanda de la Lede octubre que se licita hoy continúa firme, sabiendo que posiblemente la inflación vuelva a acelerarse quitándole atractivo a los instrumentos tasa fija.

Inflación Argentina



Fuente: IEB en base a INDEC

BONOS SOBERANOS

Luego de alcanzar máximos a principios de julio, y en línea con lo que esperábamos (ver nuestra [Trade Idea del AL30](#)), los bonos soberanos entraron en una fase de lateralización. Subiendo la semana pasada un 2% en promedio traccionados por el contexto internacional; retrocediendo levemente esta con una caída de 1% en promedio.

Hasta ese punto máximo, el mercado parecía hacer caso omiso a la dinámica macroeconómica: una pérdida constante de reservas (desde comienzos del año las reservas brutas cayeron USD 18.000 MM), desbalances monetarios que se siguen acumulando (los pasivos remunerados del BCRA crecen a una tasa de aproximadamente el 9% mensual) y la asistencia monetaria al Tesoro para el financiamiento del déficit. El factor electoral marcó el ritmo con la conformación de una lista única por parte del oficialismo con Massa a la cabeza. Sumado al viento de cola del exterior, los bonos tuvieron un retorno de 40% promedio en algo más de dos meses.

Ahora, esperando conocerse los detalles del acuerdo con el FMI y luego de que se anuncien las medidas acordadas que incluyeron una devaluación impositiva, el mercado parece mostrar cierta inquietud mientras aguarda por el Staff Level Agreement que dará más precisión sobre el acuerdo alcanzado a días de que operen vencimientos con el organismo por alrededor de USD 3.432 MM.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)

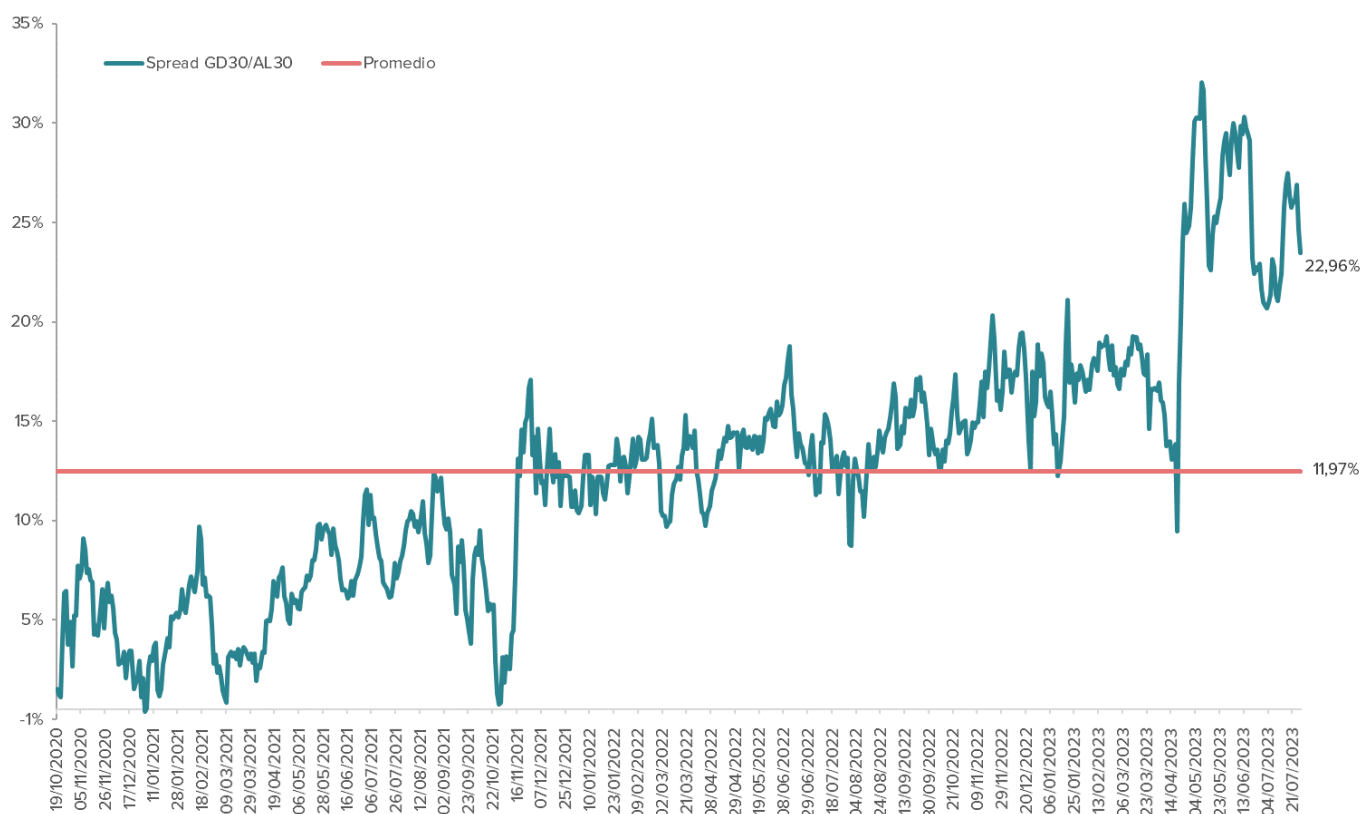


Fuente: IEB en base a Refinitiv.

La caída de esta semana se dio con mayor fuerza entre los globales que tuvieron una variación promedio de -2% mientras que los soberanos mostraron caídas en la parte larga de la curva y siguieron subiendo en la parte corta quedando prácticamente neutros en promedio. Esto hizo que los spreads de jurisdicciones se vuelvan a comprimir a lo largo de toda la curva.

Específicamente el AL30 mostró una reducción en el spread con respecto a su par con ley NY de casi 3% ubicándose en este momento en 22,96%. Este valor sigue resultando elevado si lo comparamos con el resto de los bonos que muestran spreads de jurisdicciones en torno al 12% en promedio. Lo mismo sucede si miramos el spread histórico entre los bonos 30s.

Spread de Jurisdicción GD30/AL30



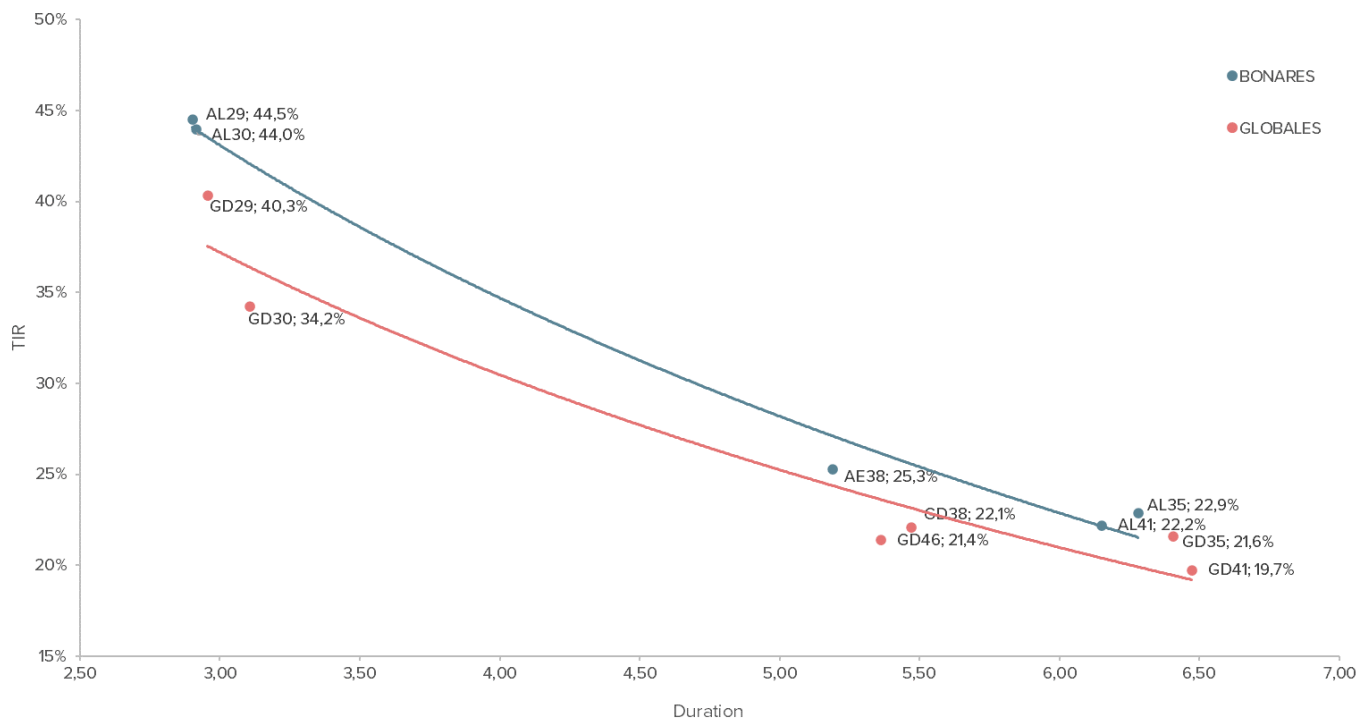
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por otra parte en las últimas dos ruedas se operaron volúmenes llamativamente altos de los bonos AL30 y GD30 contra MEP en BYMA, alcanzando un monto total operado de casi USD 120 MM lo que sugiere que hubo una fuerte intervención por parte de entidades públicas. Al mismo tiempo el Ministro de Economía dejó entrever que el derecho a intervenir en la brecha habría sido parte de los acordado con el FMI.

Con respecto al AL30, vuelve a subir cerca de 1,5% en lo que va de la semana, operando en niveles cercanos a los USD 30 en un contexto de gran incertidumbre que incluye definiciones con respecto al

acuerdo con el FMI y los vencimientos con el organismo que de pagarse con reservas propias dejaría a estas últimas en un nivel alarmante.

Curva de Bonos Soberanos

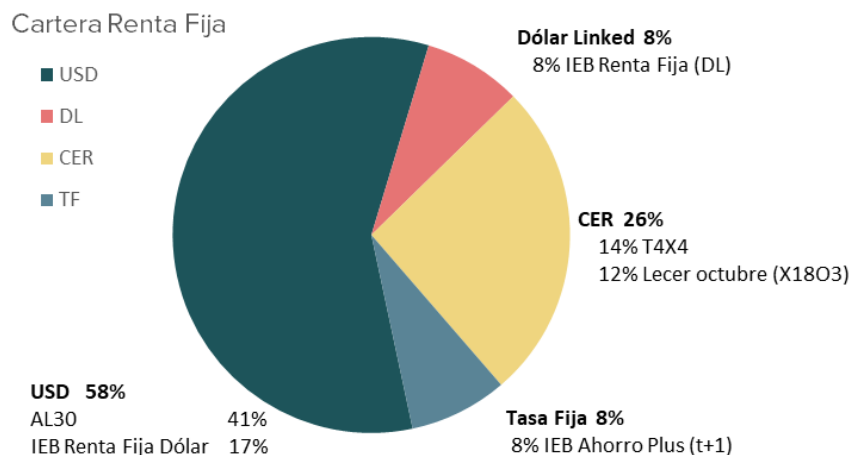


Fuente: IEB en base a ByMADData.

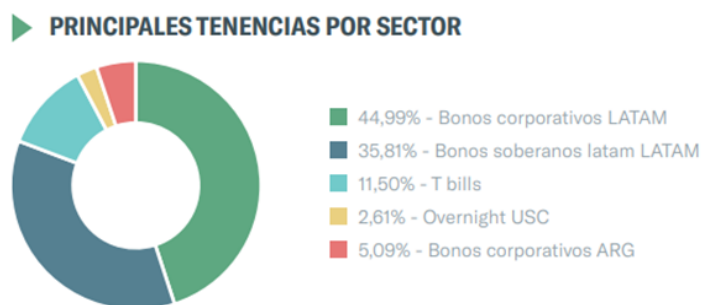
De esta forma reafirmamos nuestra visión de que a estos precios la deuda soberana argentina y específicamente el AL30 lo consideramos como un muy buen instrumento defensivo frente a la gran debilidad macro y el clima de incertidumbre que irá en aumento a medida que nos adentramos en el proceso electoral. Esto en parte se explica porque frente al deseo de dolarizar carteras por parte de los inversores encephados el AL30 resulta ser uno de los vehículos preferidos. Si bien en el corto plazo consideramos que las probabilidades de observar subas semejantes a las que tuvimos en los últimos meses es baja, aun vemos mucho valor en este instrumento en el largo plazo.

CARTERA RENTA FIJA

A semanas de las elecciones PASO y con un acuerdo con el FMI que se continúa extendiendo, los FX Financieros comenzaron a reflejar la incertidumbre que esto conlleva. Por lo tanto, creemos conveniente continuar con el proceso de dolarización de la cartera de cara a las elecciones primarias, aumentando la exposición a activos en dólares en un 4%.



El instrumento preferido para dolarizar la cartera ha sido el bono AL30, que si bien no esperamos subas como las vistas en los últimos meses para el corto plazo, aún vemos mucho valor para el largo plazo, por lo que, aumentamos en un 3% nuestra posición en este instrumento. No obstante, también mantenemos un 17% en el Fondo IEB Renta Fija Dólar dada su cartera compuesta por títulos de deuda de Latam y EE.UU, la cual nos permite reducir la volatilidad del contexto local.



Ante la decisión del gobierno de llevar adelante una devaluación “impositiva”, creemos que los instrumentos que ajustan por CER comenzaron a mostrar un mayor atractivo por sobre los títulos Dollar Linked, dado que la medida no implica modificaciones en el tipo de cambio A3500 por el cual ajustan estos instrumentos. Sin embargo, esto implica un aumento en los costos de importación con un posterior traslado a precios, movimiento que si sería capturado por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).

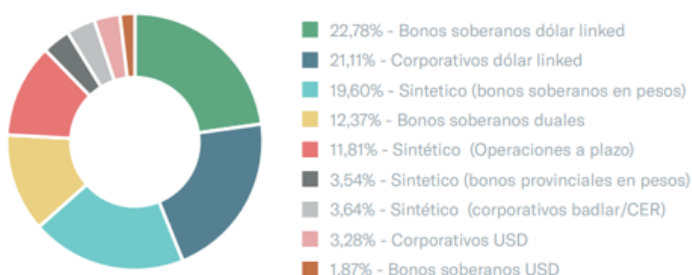
Frente a este contexto, decidimos aumentar en un 17,5% nuestra tenencia de títulos CER, asignando un 14% en el bono T4X4 que cuenta con una maturity a 2024, lo que creemos que da espacio para capturar el “pass-through” ante una devaluación del tipo de cambio oficial luego del recambio presidencial. A su vez,

incorporamos la Lecer X1803 en un 12%, puesto que esperamos un aumento en el dato de inflación para los meses consecutivos producto del incremento impositivo para algunos sectores importadores.

Como contrapartida, reducimos la exposición a instrumentos Dólar Linked en un 5,5%, manteniendo un 8% asignado en el Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked), el cual nos brinda cobertura frente a un salto discreto del tipo de cambio oficial a través de un portfolio diversificado de bonos soberanos y corporativos. Finalmente, asignamos un 8% en instrumentos a tasa fija a través del Fondo IEB Ahorro Plus (t+1), el cual busca capturar un rendimiento por encima del ofrecido por el plazo fijo tradicional.

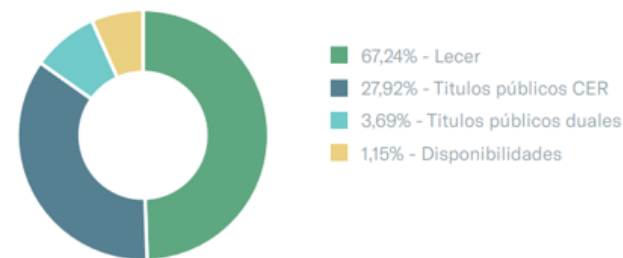
Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked)

PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Fondo IEB Multiestrategia (CER)

PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Fondo IEB Ahorro Plus (t+1)

CARTERA



Los activos en dólares que componen la cartera conforman una duration de 2,45 años, mientras que para los activos en pesos la misma es de 0,67 años, logrando una duration de 1,70 años para la cartera en su conjunto.

Moneda	%	%	Instrumento	Duration	Duration por moneda	Duration Total
USD	58%	41,0%	AL30	2,94	2,45	1,70
		17,0%	IEB Renta Fija Dólar	1,27		
ARS	42%	8,0%	IEB Renta Fija (DL)	0,95	0,67	
		14,0%	T4X4	1,14		
		12,0%	Lecer X1803	0,22		
		8,0%	IEB Ahorro Plus (t+1)	0,25		

La cartera que presentamos la semana previa obtuvo una rentabilidad semanal de 1,88% en pesos, y de 2,63% medida en dólares, si tenemos en cuenta la caída de 0,73% que mostró el dólar CCL (medido con ADRs) durante el mismo periodo. Tanto el componente de la cartera en dólares como el componente en pesos mostraron rendimientos positivos, sin embargo, los activos en dólares mostraron una mayor rentabilidad - de 2% - impulsado por el bono AL30, que obtuvo un rendimiento de 3,32%.

Por su parte, los activos en pesos también mostraron variaciones positivas, siendo los más destacados el bono TV24 con un rendimiento de 3,55% y el bono T4X4 con un rendimiento de 3,07%. Seguido por rendimientos de 1,92% y 1,77% para los Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked) y Multiestrategia (CER).

Cartera Convicción	Moneda	%	% Instrumento	Rdto	Precio 14-Jul (*)	Precio 21-Jul	Rdo x Moneda	Rdo Total
	USD	54%	38,0% AL30 16,0% IEB Renta Fija Dólar	3,32% -1,15%	14.050 1,025	14.517 1,024	2,00%	1,88%
ARS	46%	7,0% TV24	3,55%	28.275	29.280	1,74%		
		6,5% IEB Renta Fija (DL)	1,92%	21,59	22,01			
		5,5% T4X4	3,07%	125,60	129,45			
		3,0% IEB Multiestrategia	1,77%	14,45	14,71			
		24,0% Lede S3103	0,86%	78,30	78,97			

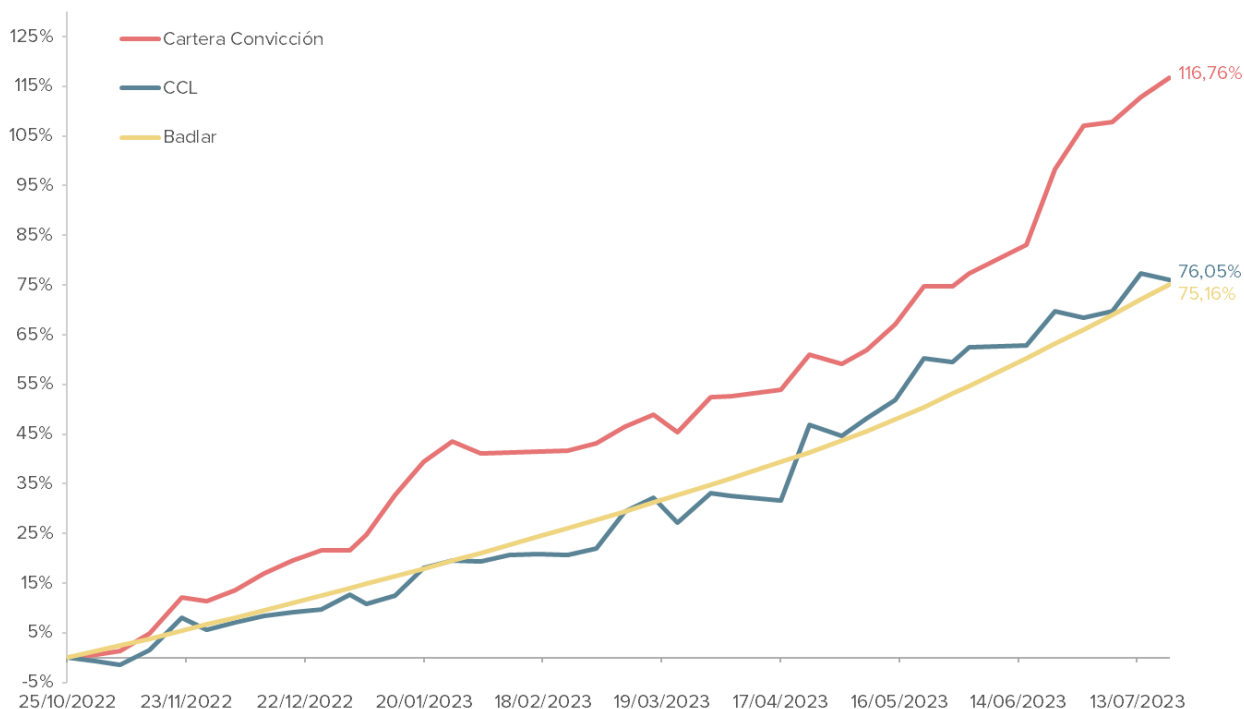
(*) Excepción de la Lede S3103 que comenzó a cotizar el día 18/07/2023

Finalizando el mes de julio, la cartera acumula un rendimiento mensual de 4,66%, levemente por encima del rendimiento que obtuvo el dólar CCL durante el mismo periodo.

Retornos Mensuales	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23	YTD
	Cartera	11,31%	9,19%	18,13%	-1,29%	7,53%	4,45%	9,78%	18,52%	
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	6,55%	6,60%	8,42%	5,48%	53,67%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	8,59%	10,37%	5,52%	4,54%	56,15%

A su vez, la cartera lleva un rendimiento de 78,30% desde comienzos del 2023, rendimiento considerablemente por arriba del dólar CCL y la tasa Badlar durante el mismo periodo de tiempo.

Rendimiento de la cartera



EQUITY ARGENTINO

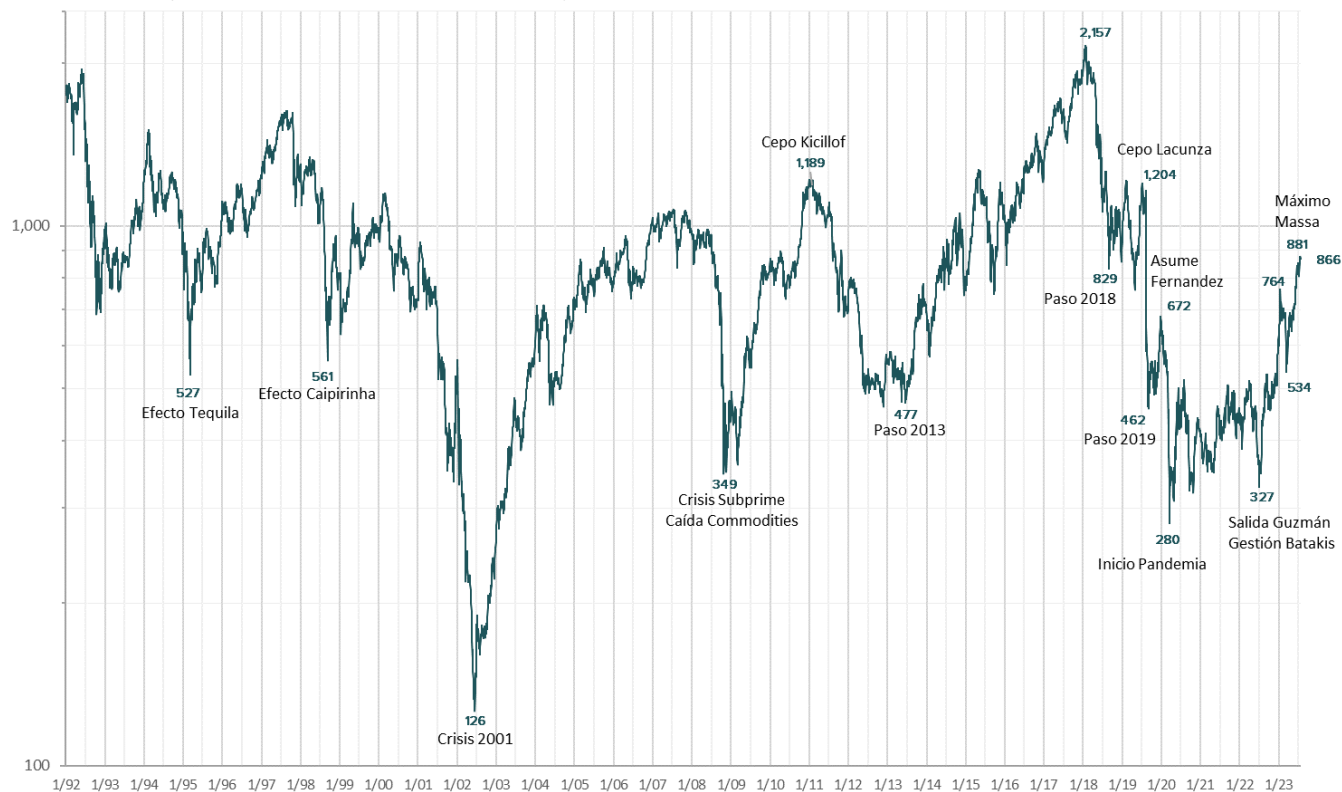
El S&P Merval (CCL y ajustado por inflación de EE.UU.) volvió a tocar un nuevo máximo el 21/7 llegando a los USD 881. No obstante, creemos que es muy probable que comience un proceso de lateralización que creemos se mantendrá hasta que vaya aclarándose el panorama electoral que terminará en la definición de quién tomará la presidencia a partir de diciembre. En este sentido, de aquí hasta las PASO no parece haber drivers genuinos que puedan llegar producir un nuevo rally y, muy probablemente, el equity argentino enfrente altos niveles de volatilidad.

Resultará clave el resultado de las PASO; en un doble sentido:

- Cual sea el espacio que conjuntamente resulte ganador (JxC o UxP)
- Que candidato, de forma individual sea el más votado

Será diferente la lectura que haga el mercado frente a la interacción de estas dos variables.

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

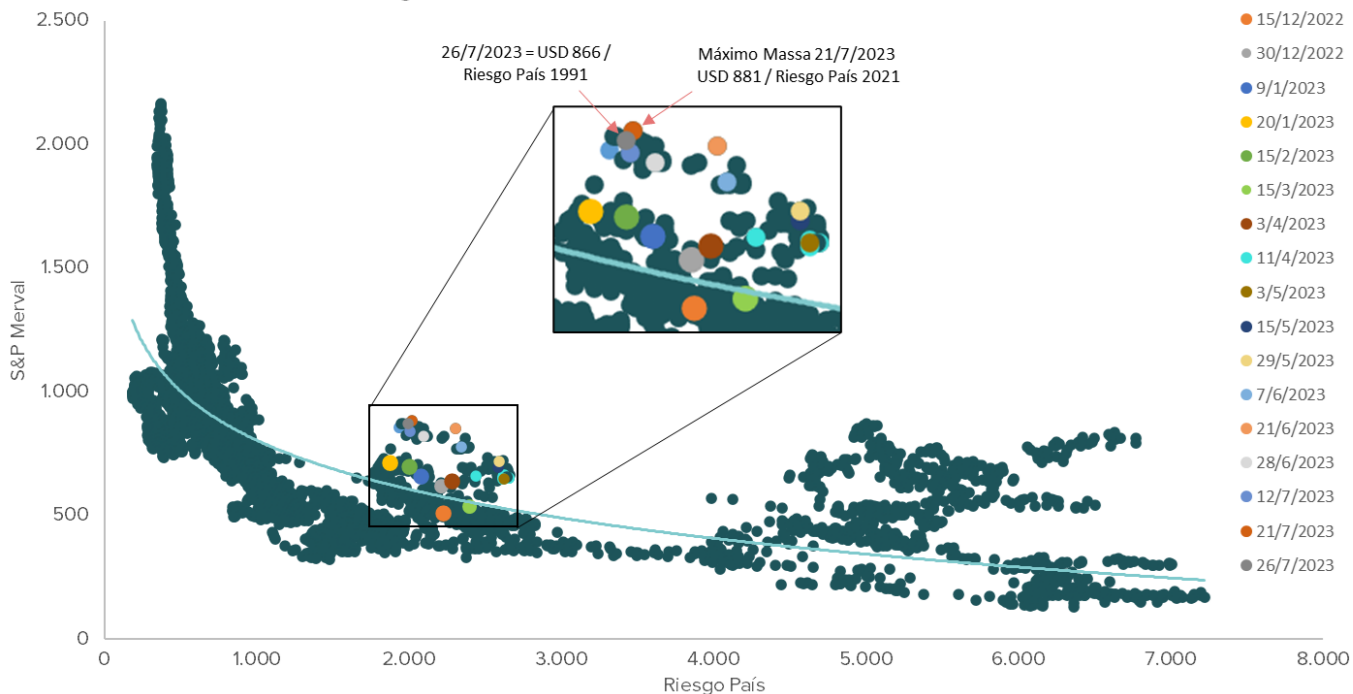


Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

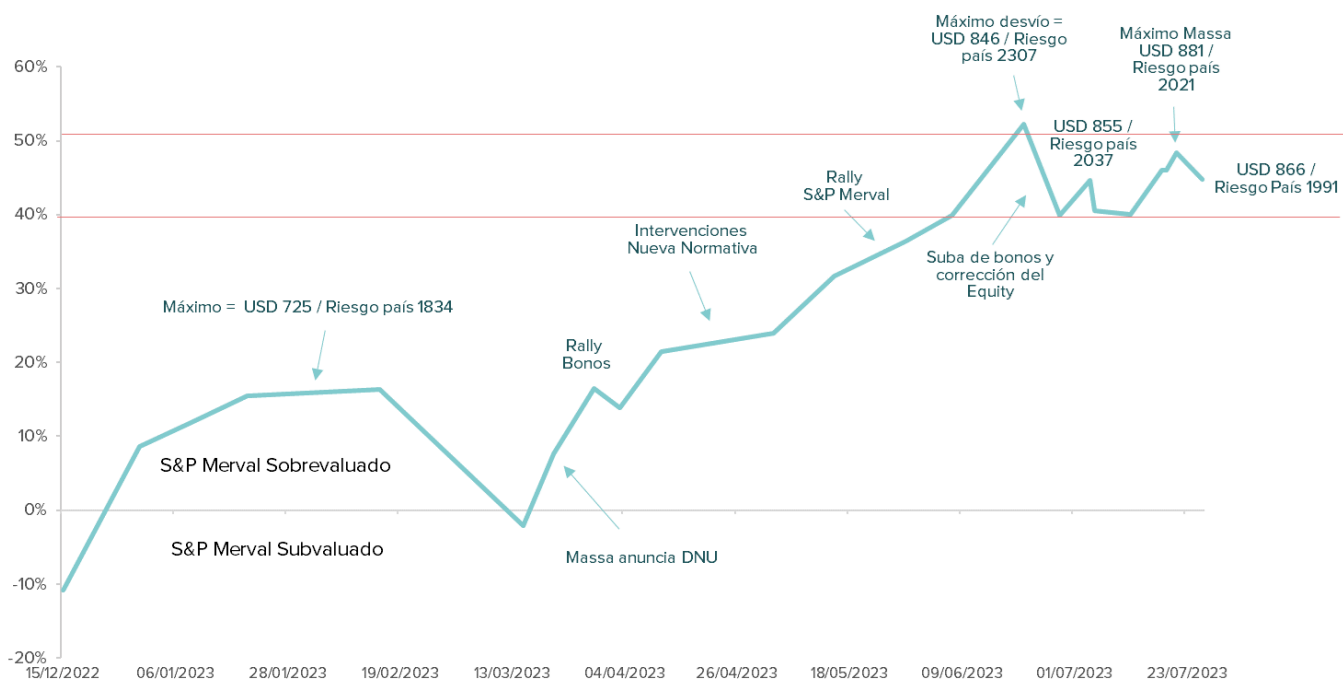
El riesgo país, volvió a caer por debajo de los 2.000 puntos, tocando ayer 1.991 puntos. El S&P Merval continúa mostrando un fuerte desacople de dicho indicador; a los actuales niveles de divergencia creemos que queda confirmada nuestra apreciación anterior: discrepancia entre el “riesgo argentino privado” y el “riesgo argentino soberano”.

Así el “mispricing”, que pareció haber iniciado un sendero de reversión propiciado por el rally de los bonos soberanos, ha terminado por “lateralizar” en una zona de sobrevaluación que fluctúa entre el 40% y el 50% (ver gráfico en la siguiente página)

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Desvío S&P Merval contra Correlación



En agosto inicia la temporada de balances de las compañías argentinas. En el último año, dado que el mercado se ha venido moviendo más por flujos sectoriales, se ha diluido el “efecto presentación de resultados” que, otrora, impactaba más directamente en las cotizaciones. **No obstante, consideramos que continúa siendo relevante hacer un seguimiento pormenorizado de los mismos: en algún momento y en una Argentina más normalizada el “stock picking” volverá a ser relevante.**

Calendario de presentación de Resultados



A definir	Martes 01/08	Miércoles 02/08	Jueves 03/08	Viernes 04/08
Lunes 07/08	Martes 08/08	Miércoles 09/08	Jueves 10/08	Viernes 11/08
Lunes 14/08	Martes 15/08	Miércoles 16/08	Jueves 17/08	Viernes 18/08
Lunes 21/08	Martes 22/08	Miércoles 23/08	Jueves 24/08	Viernes 25/08
Lunes 28/08	Martes 29/08	Miércoles 30/08	Jueves 31/08	Viernes 01/09
Lunes 04/09	Martes 05/09	Miércoles 06/09	Jueves 07/09	Viernes 08/09
<p>(*) Balance anual.</p>		<p>(*) Balance anual.</p>	<p>(*) Balance anual.</p>	

Nuestros índices “Sector Bancario + Telecom” y “Sector Energético” continúan mostrando la pobre -pero justificada- performance que ha tenido el sector bancario frente al sector energético, que ha tenido un rendimiento excelente. **Creemos que una cartera pensada para un 2025, en un escenario más constructivo para la Argentina, son claramente las acciones incluídas en el primer índice las que presentan mayor potencial al alza. Por tanto para un inversor que apunte a dicho plazo, la ponderación del mismo debería ser sustancialmente mayor a la que actualmente presenta nuestra cartera.**

Sector Bancario + Telecom vs Sector Energético y S&P Merval
(Ponderado por Market Cap - Base 100 = 19/5/2016)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prouban (1001) - C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

RESEARCH

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

fherrera@grupoieb.com.ar

COMERCIAL

MATÍAS GUERRI

Director Comercial

mguerri@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.