

17 de agosto de 2023

Argentina Weekly

En zona de turbulencias

El resultado de las PASO fue un cisne negro: ninguna encuesta anticipaba el resultado que se terminó dando: Milei (LLA) como el candidato más votado y JxC y UxP con un menor caudal de votos que lo esperado. **No hay ningún claro ganador que permita inferir el resultado de las elecciones generales de octubre.** Será una elección de tres tercios en la que las tres fuerzas pueden llegar a un eventual balotaje. **Lo que sí se puede sacar en limpio es que hoy más de un 65% del electorado se volcó por candidatos pro-mercado y con una alineación hacia la derecha.**

El lunes, sin comunicación previa, el BCRA decidió realizar un salto discreto del tipo de cambio de casi un 22% y llevar la tasa de referencia a 118% (TNA). El tipo de cambio oficial fue situado en \$350 con el compromiso de no devaluar hasta octubre. Tres puntos a destacar: a) el mercado no parece creerle al BCRA; al mirar las posiciones de dólar futuro de agosto, septiembre y octubre se lee la desconfianza de ese compromiso, b) la devaluación no fue efectiva en reducir la brecha pues nuevamente se encuentra en niveles del 100%, c) a pesar del 6,3% de inflación de julio, los agentes económicos comenzaron rápidamente a realizar un pass-through de la devaluación a precios; hoy estimamos que la inflación de agosto podría situarse en 13%.

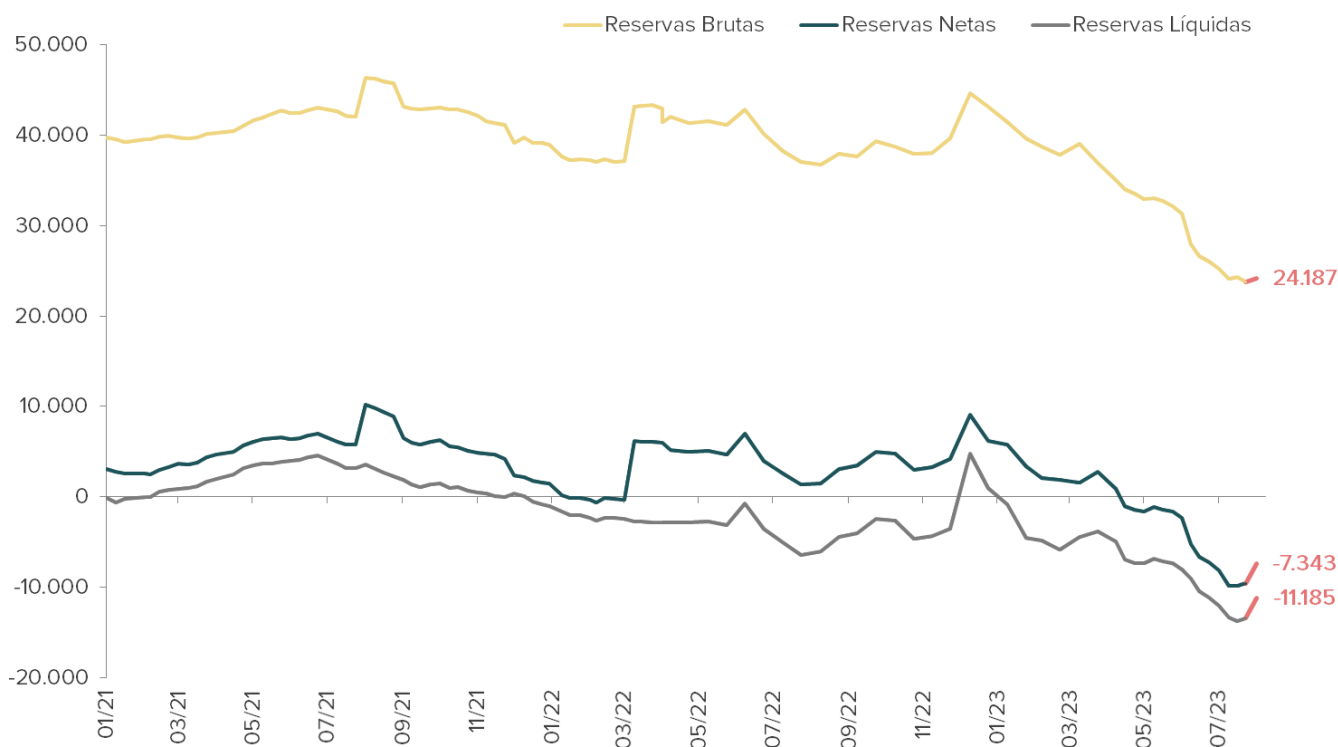
Aquí se abren dos escenarios: un escenario de retoma del control -los dólares comienzan a encontrar un valor más estable, se verifica la intención del BCRA de mantener el tipo de cambio oficial fijo hasta octubre, y la inflación luego de un pico en agosto comienza un leve descenso. El otro escenario es el de un dólar que continúa desbocado y una inflación que comienza a espiralizarse. Analizamos estos dos escenarios en mayor detalle en la sección “Economía”.

Será clave para el gobierno conseguir el desembolso de los USD 7.500 MM por parte del fondo si quiere volver a encauzar la actual turbulencia. **Pero más allá de eso, queda claro que los tiempos que comienzan son de mucha volatilidad, incertidumbre y riesgo en un contexto político de extrema debilidad del oficialismo.**

ECONOMÍA

Luego de los resultados de las elecciones, lo único que parece estar asegurado es el adelanto de desembolsos por parte del FMI, especialmente tras los dichos del ministro Massa, asegurando que el miércoles de la próxima semana el acuerdo ya estaría cerrado. En la última semana las reservas brutas cayeron USD 654 MM, lo cual sorprende dado el saldo acumulado por parte del BCRA en el MULC: USD 237 MM a favor desde el 7/8. Es en este contexto que trazamos el recorrido para las reservas de la autoridad monetaria, teniendo en cuenta el impacto de los ansiados desembolsos. Para ello suponemos que de lo ingresado desde el organismo internacional, no todo llegaría directamente a las arcas del BCRA, dado que estos fondos se supone deberán ser utilizados para cancelar vencimientos con el organismo: USD 4.400 MM quedarían en manos del Tesoro para hacer frente a vencimientos con el FMI hasta noviembre, previo al cambio de gobierno, USD 1.000 MM se destinarán al repago del préstamo de la CAF, y USD 775 MM tendrán a Qatar como destino luego del préstamo en DEGs para vencimientos anteriores.

Reservas Brutas, Netas y Líquidas

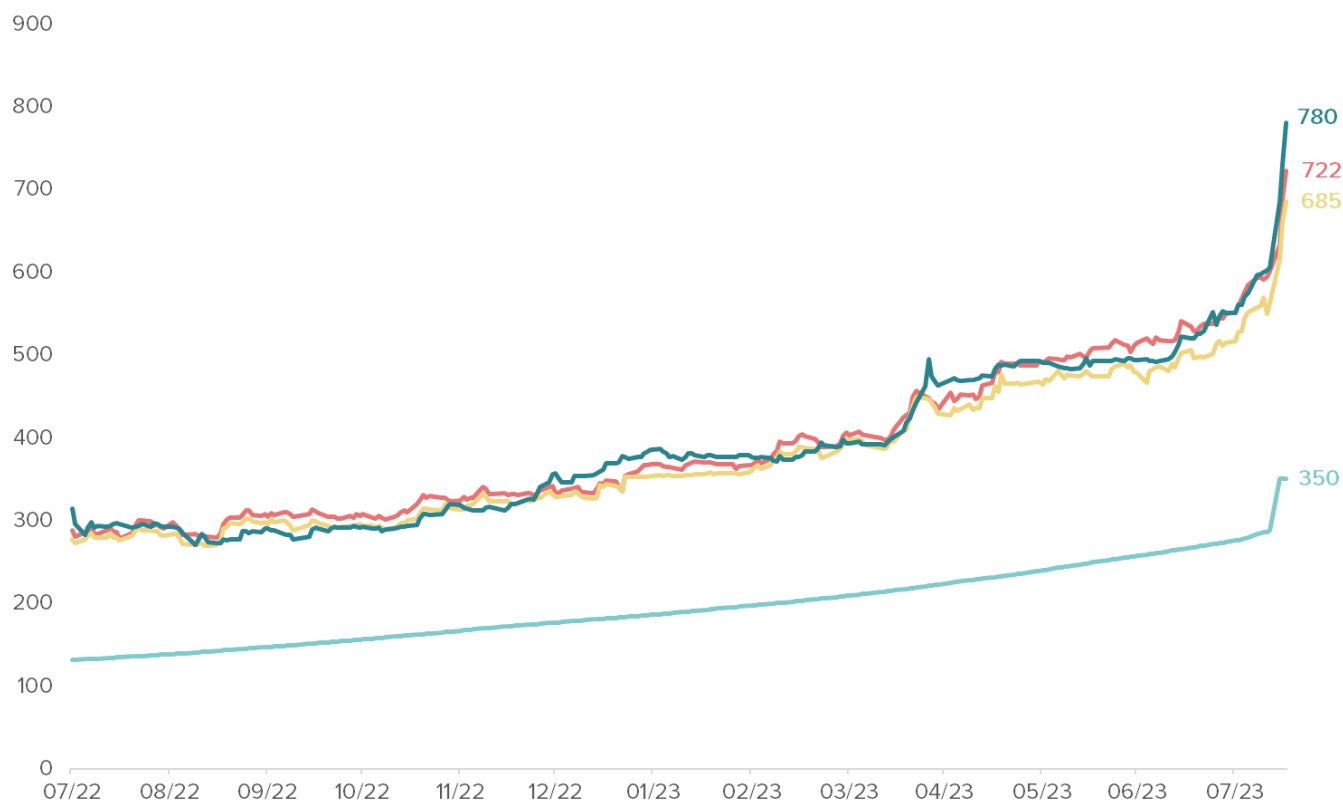


Fuente: IEB en base a BCRA

Teniendo en cuenta los supuestos previamente mencionados, tan sólo USD 1.325 MM ingresarán a las reservas, aunque se observaría una cierta mejoría en las reservas netas y líquidas debido a la cancelación de pasivos en este escenario. Suponemos, además, que esos fondos tendrán como destino la intervención en el mercado cambiario, con lo cual el poder de fuego de la autoridad monetaria se vería mejorado.

La victoria de Milei en las PASO, a pesar de ser una sorpresa en cuanto a resultado electoral, no sorprendió en términos de impacto sobre los dólares: dados los planes de dolarización del candidato de LLA, era de esperar una reacción violenta al alza luego de su victoria. Desde el domingo, todas las cotizaciones subieron al menos 20% -en línea con la devaluación implementada por el gobierno como respuesta a los resultados electorales- con el dólar informal o “blue” siendo el más impactado (+29%).

Evolución USD - Gestión Massa



Fuente: IEB en base a Reuters

Estos movimientos en las cotizaciones se dan evidentemente como una respuesta dolarizadora en general frente al posible desplazamiento del peso y la implementación del dólar como moneda de curso legal, y dejan a la vista la ineficacia e improvisación de la última devaluación la cual, al no venir acompañada de un paquete de medidas que den mayor credibilidad al gobierno actual, no logró reducir la brecha (ya se encuentra en un nivel similar al previo a las PASO).

Debido a la feroz respuesta de los dólares frente a la devaluación, el desvío del CCL de mercado con nuestro benchmark CCL disminuyó notablemente, logrando que el valor de libros de \$834 que anteriormente parecía exagerado ya no genere tanto ruido. Podría esperarse una disminución aún mayor del mismo en el caso que Milei continúe ganando terreno y las posibilidades de dolarización se incrementen.

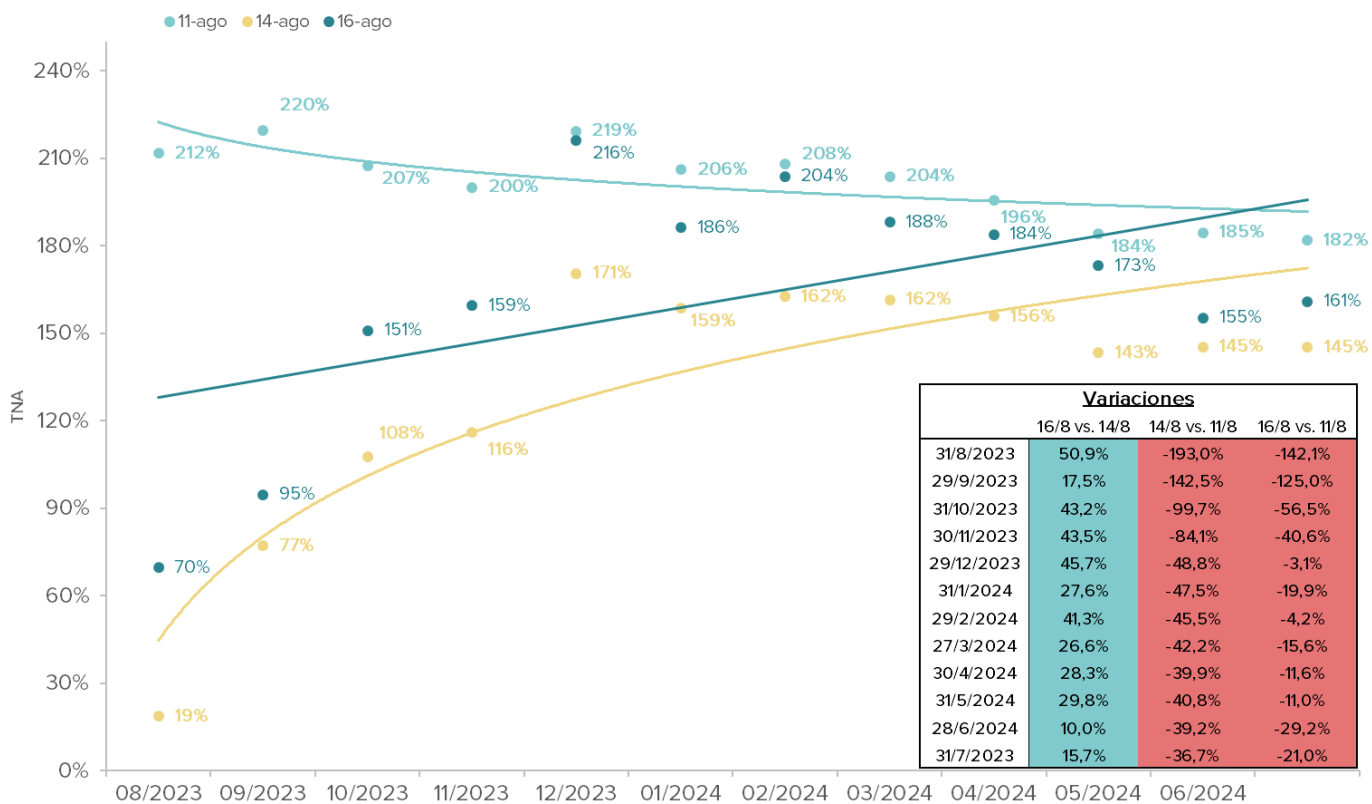
CCL y Benchmark del CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

Por otro lado, la curva de futuros de dólar presentó movimientos notables en los últimos días, dejando en claro que la devaluación y la promesa de sostener el tipo de cambio adoptado hasta las elecciones generales en octubre no son para nada creíbles: los contratos a septiembre ya sitúan el tipo de cambio en **\$384 (devaluación: 10%)**, y octubre en **\$445 (27%)**. De todas formas, los contratos cortos han comprimido con relación a la semana anterior demostrando una cierta expectativa de que al menos hasta fin del mes corriente el tipo de cambio no sufrirá grandes alteraciones. No obstante, la historia tras este mes es diferente, con las TNAs volviendo a los niveles alcanzados la semana pasada.

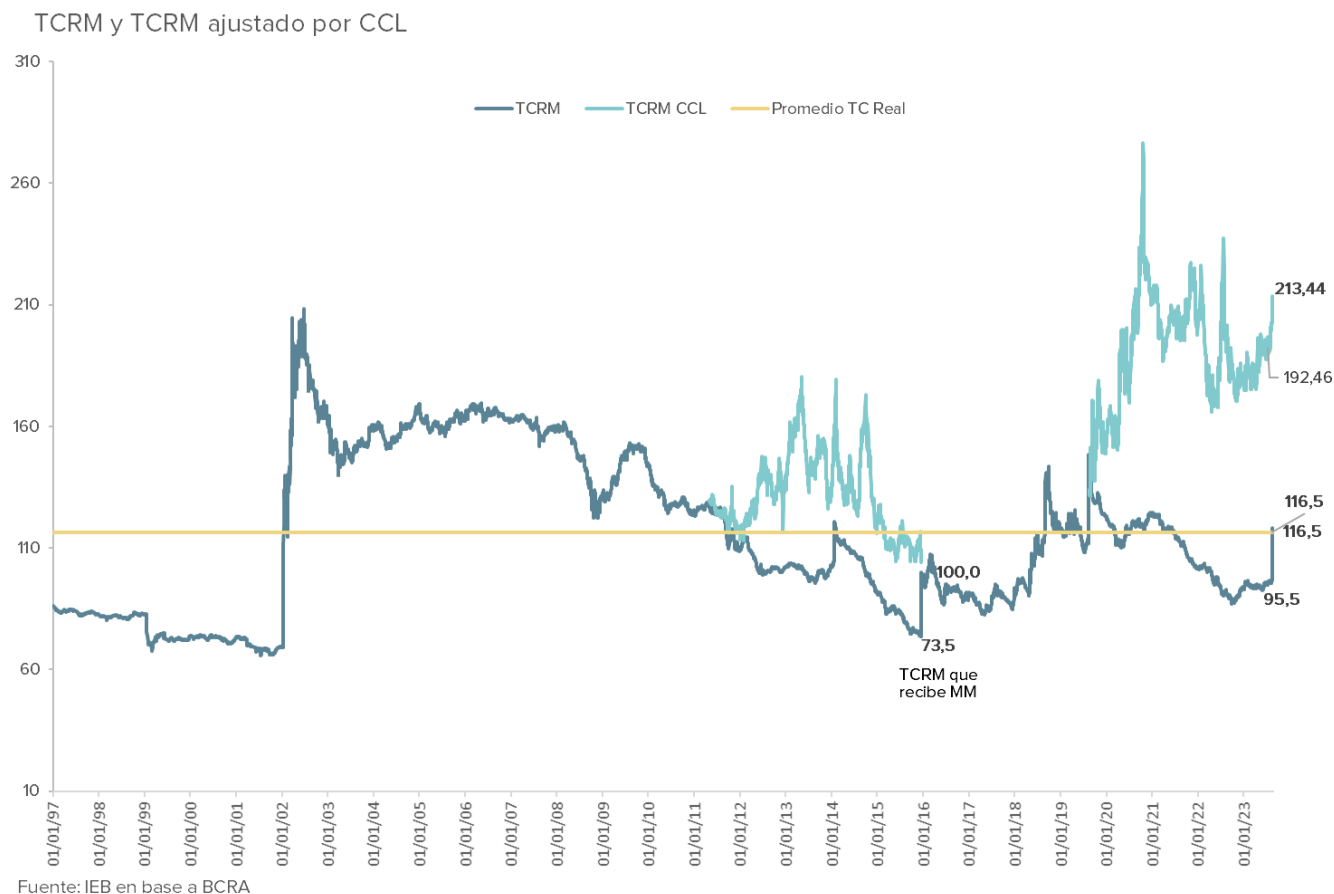
Evolución de curvas de futuro USD - TNAs



Fuente: IEB en base a Matba Rofex

En cuanto al tipo de cambio real, tras la devaluación se observó una mejora sustancial en el mismo. Sin embargo, dado el impacto inflacionario de la medida, de cumplirse la promesa de sostener el tipo de cambio en el nivel actual toda esta mejora podría ser consumida por el incremento en el nivel de precios, dejando a la medida sin efectos positivos en este frente.

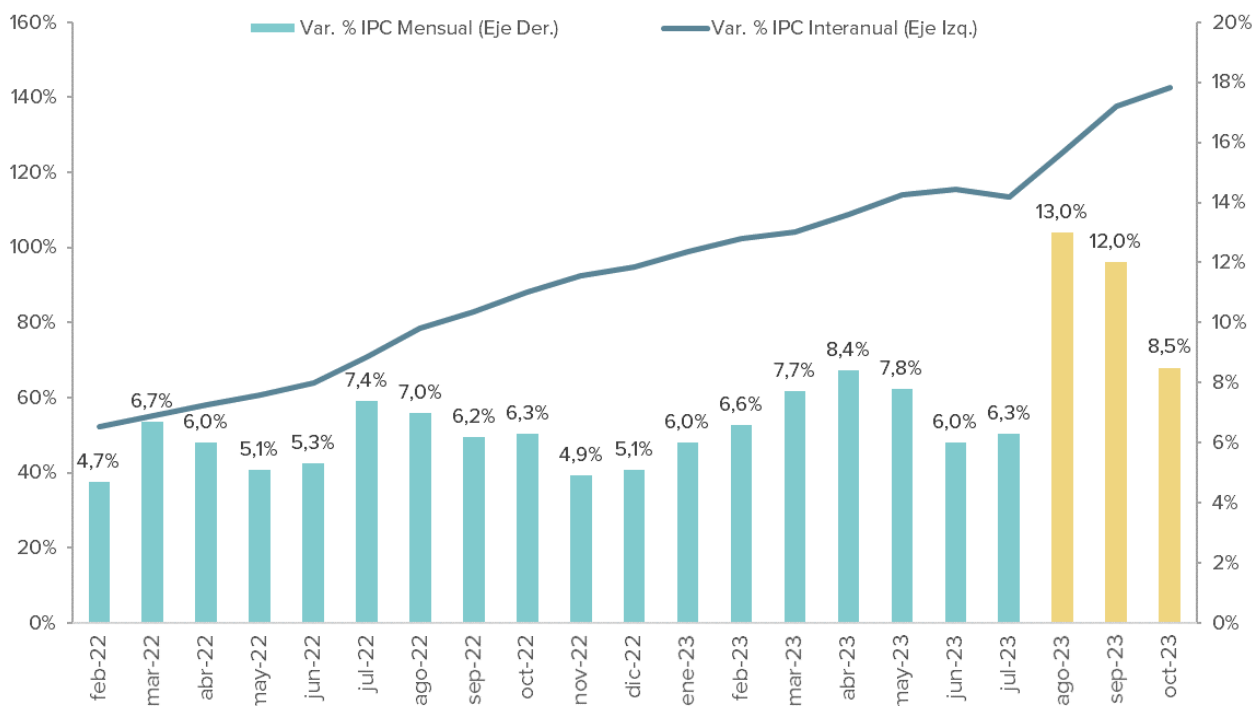
Como comentario adicional, si tomamos el tipo de cambio real multilateral al CCL, este se encuentra en niveles similares a la salida de la convertibilidad y del inicio de la gestión Massa, aunque lejos aún de los máximos históricos alcanzados en octubre de 2020.



Por el lado de la nominalidad, luego de la devaluación del tipo de cambio oficial del 22% que se implementó a comienzos de esta semana y la posterior suba de tasas que realizó el BCRA llevándola a 118% TNA, buscando contener el traspaso a precios de la primer medida, creemos que la inflación irá en aumento durante los próximos meses, con algunas remarcações ya haciéndose notar. La presión sobre los dólares financieros por un lado, y la suba aún mayor del dólar informal jugarán un rol sobre las expectativas de los agentes que colaborará con esta aceleración de la inflación. Agosto también tuvo el efecto de la devaluación impositiva que se estima tuvo un impacto de 5% sobre el tipo de cambio importador en promedio, lo que ejercerá también alguna presión sobre los precios.

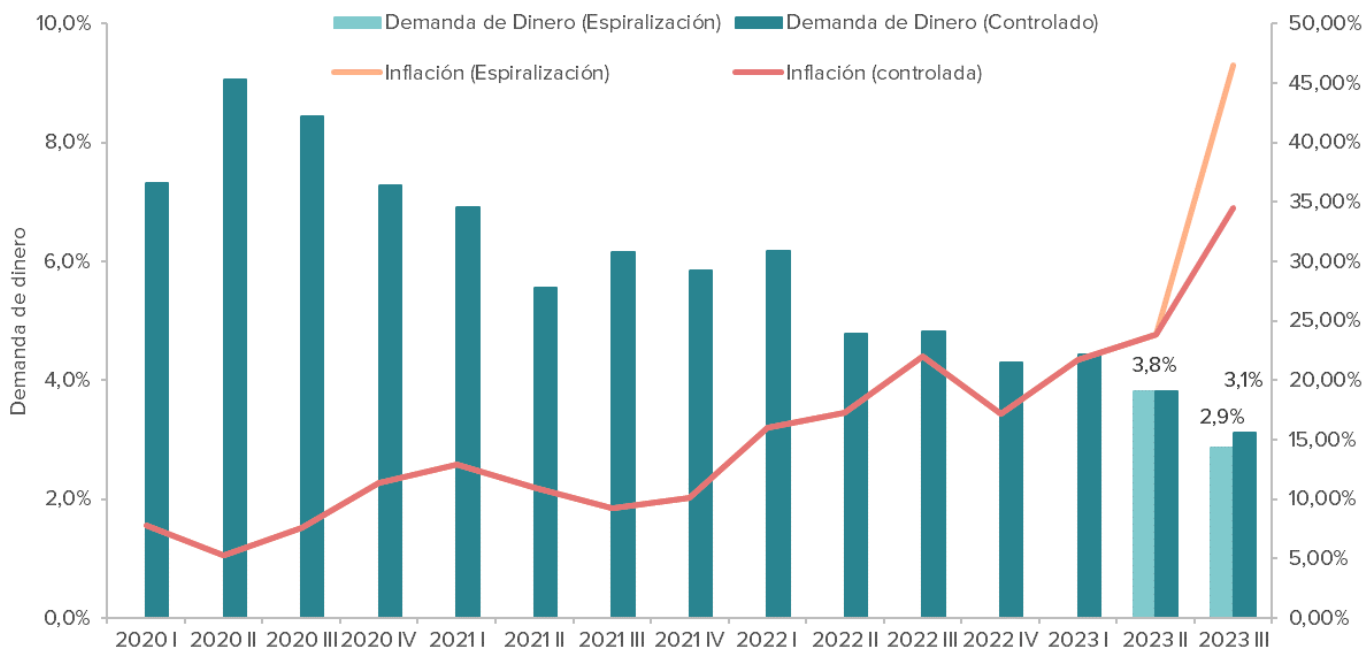
La devaluación del FX oficial al no hacerse en el marco de un plan económico integral y sin demasiado peso político por parte del gobierno luego de las elecciones no logró mejorar las expectativas, sino todo lo contrario, traducándose esta falta de confianza en un aumento de la brecha que volvió a niveles cercanos al 110%. Es en línea con esta situación que actualizamos nuestros supuestos para la inflación de los próximos tres meses y planteamos dos posibles escenarios: una inflación controlada y una espiralización de la misma. En el primer caso adjudicamos una inflación del 8% para agosto, 12% para septiembre y 8,5% para octubre, mientras que para el segundo le asignamos 13% a agosto, 22% a septiembre y 40% a octubre.

Inflación Argentina y proyección próximos 3 meses



Fuente: IEB en base a INDEC

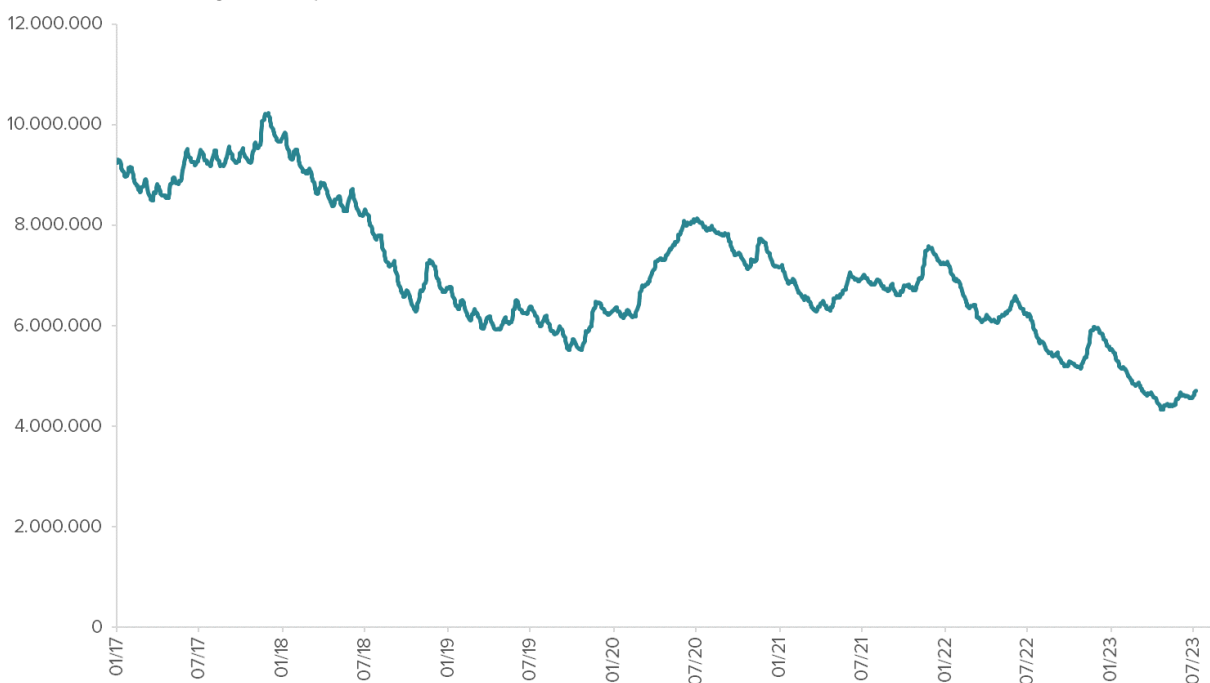
Demanda de dinero vs Inflación por trimestre (Gestión AF)



Fuente: IEB en base a INDEC y BCRA

Dados estos nuevos supuestos, actualizamos nuestras proyecciones de demanda de dinero para el segundo y tercer trimestre de 2023, observando una caída de la misma en ambos casos, aunque mayor en un escenario de espiralización de la inflación. A su vez, vemos una notable caída en la base monetaria real en el 2023, apoyando la hipótesis de la caída en la demanda de dinero.

Base Monetaria ajustada por inflación



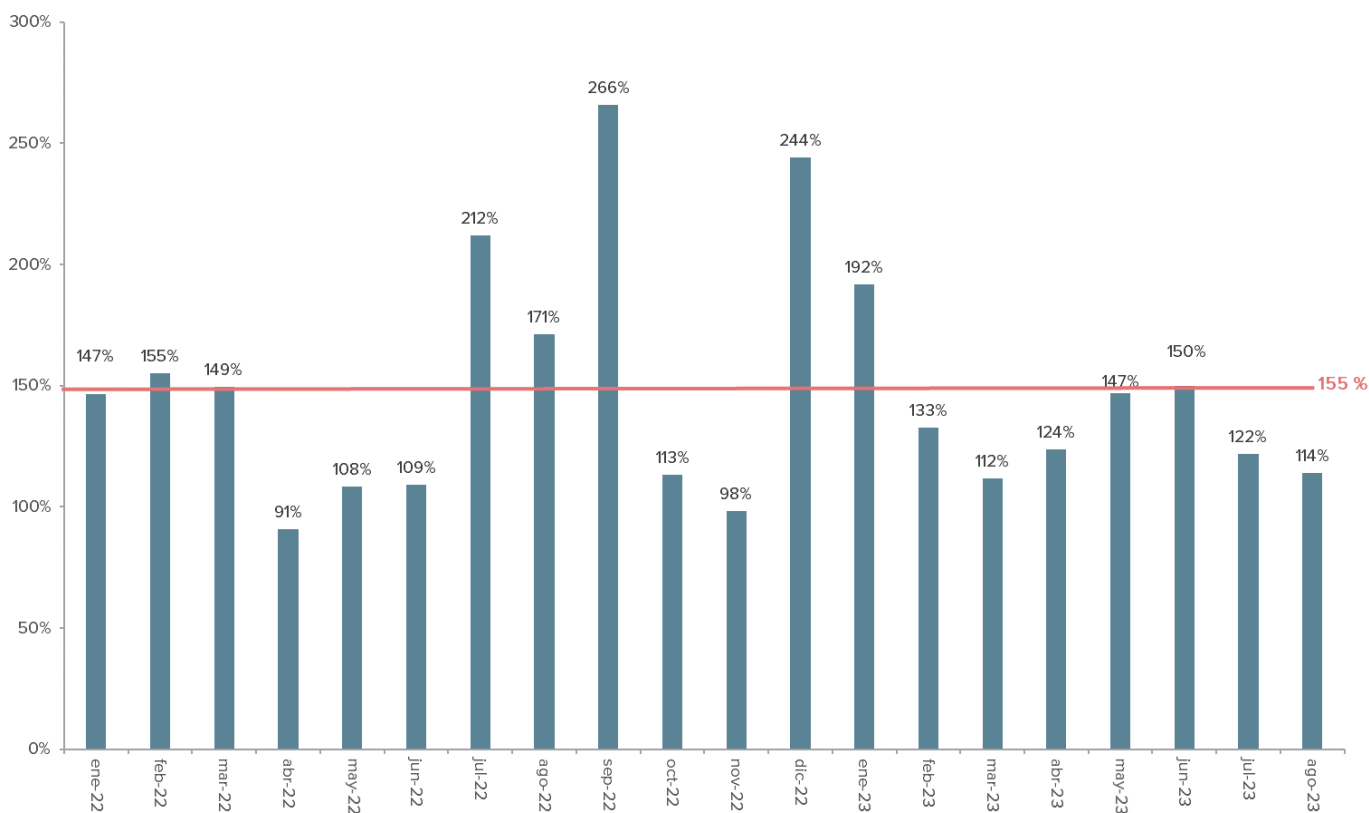
Fuente: IEB en base a BCRA

La semana pasada el Mecon realizó la primera licitación de agosto en la que enfrentaba vencimientos por \$725.000 MM y logró un financiamiento neto de \$102.000 MM, equivalente a una tasa de rollover de 114%. Lo llamativo había sido que no ofreció ningún instrumento dólar linked, siendo los instrumentos licitados en su mayoría atados al CER (Lecer y Bonar) y un solo instrumento tasa fija (Lede S31O3). La mayoría del monto recaudado se concentró en la Lecer Noviembre (X23N3) donde se dirigió casi el 25% del total recaudado por el Tesoro seguido por Boncer a diciembre 2024 (T5X4) que concentró 22,5% de lo obtenido en la licitación.

Mañana se realiza la segunda licitación de este mes donde operan vencimientos por \$109.000 MM en su mayoría correspondientes a Lelites que explican \$72.000 MM de los vencimientos. **Hoy se conocieron los instrumentos que se licitan y de igual manera que la semana pasada tampoco se ofrecen instrumentos dólar linked. Todo esto en un contexto donde parece haber un nuevo aumento de la demanda por instrumentos dólar linked y donde el mercado de futuros le asigna una alta probabilidad a un nuevo movimiento del tipo de cambio antes de octubre.** Por otro lado, los instrumentos CER creemos también tendrán buena aceptación dada las expectativas de una aceleración de la inflación en los próximos meses.

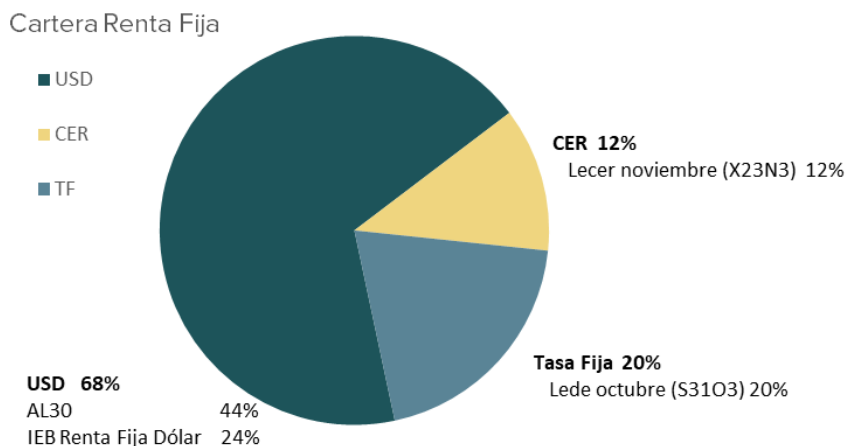
Especialmente instrumentos con vencimientos lo suficientemente lejos para lograr capturar toda esa suba de precios. Estaremos atentos al financiamiento neto que consiga el Mecon dado que la primera licitación logró una tasa de rollover muy por debajo de lo que sería la tasa consistente con el programa fiscal de este año. Entre los instrumentos que se licitarán mañana se encuentra Lecer noviembre (X23N3), Lecer enero (X18E4), Boncer mayo 2024 (T6X4) y Boncer febrero 2025 (T2X5).

Tasa de Rollover



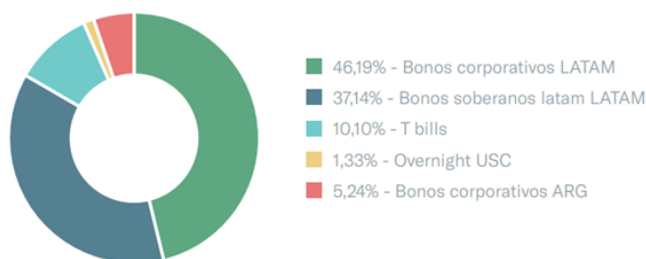
CARTERA RENTA FIJA

Para atravesar la dinámica macroeconómica vista en las secciones anteriores, vemos conveniente mantener la distribución de la cartera por monedas, conservando el 68% de la misma en activos denominados en dólares y el 32% restante en instrumentos en pesos.



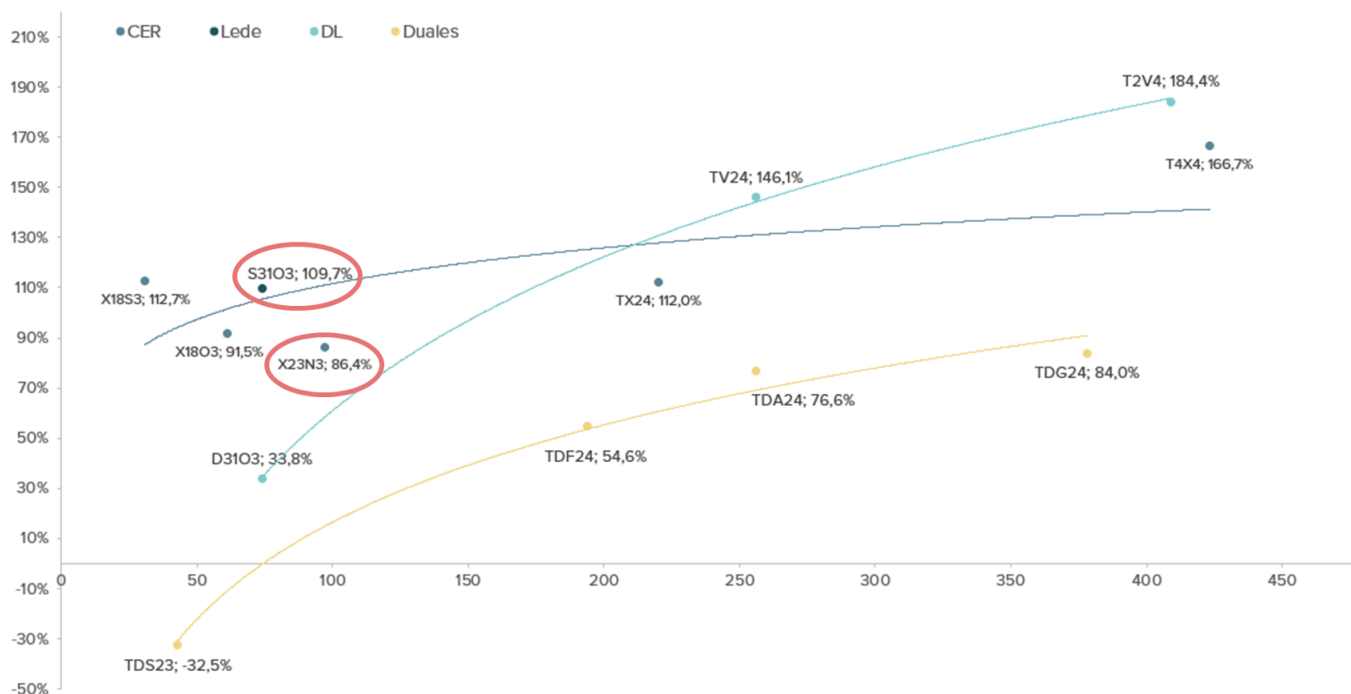
En cuanto a los activos en dólares, aumentamos un 4% la tenencia del bono soberano AL30, dado que en paridades menores al 30% se vuelve nuevamente atractivo si se observa en el largo plazo. También, es importante mencionar que mientras se cumplan las regulaciones actuales, este bono cuenta con la particularidad de funcionar como instrumento de cobertura frente al dólar para las grandes tesorerías. Por otra parte, conservamos un 24% en el Fondo IEB Renta Fija Dólar, con el fin de atenuar la volatilidad que trae aparejado el contexto local, a través de una cartera compuesta por bonos soberanos y corporativos de Latam y Estados Unidos.

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Luego del salto discreto que se observó en el dólar oficial durante la rueda del lunes, creemos conveniente asignar un 12% a instrumentos CER, especialmente la Lecer Noviembre (X23N3) la cual actualmente cuenta con una TNA de 86,4%, y nos permite capturar el incremento en el índice de precios para los meses siguientes. A su vez, destinamos un 20% a instrumentos tasa fija a través de la Lede Octubre (S31O3) que se vuelve atractiva con una TNA de 109,7%, equivalente a una TEM de 8,61%, tras la suba de tasa por parte del BCRA a niveles de 118% TNA.

Curva Pesos (TNA)



Fuente: IEB en Base a BYMA.

La cartera presentada en esta sección cuenta con una duration de 1,57 años, al cierre de ayer. Compuesta por una duration de 2,20 años para los instrumentos en dólares, y de 0,23 para los activos en pesos.

| Moneda | % | % | Instrumento | Duration | Duration por moneda | Duration Total |
|--------|-----|-------|----------------------|----------|---------------------|----------------|
| USD | 68% | 44,0% | AL30 | 2,83 | 2,20 | 1,57 |
| | | 24,0% | IEB Renta Fija Dólar | 1,04 | | |
| ARS | 32% | 12,0% | Lecer X23N3 | 0,27 | 0,23 | |
| | | 20,0% | Lede S31O3 | 0,20 | | |

PERFORMANCE DE LA CARTERA RENTA FIJA

La cartera que presentamos en nuestro weekly anterior obtuvo un rendimiento semanal de 7,36% en pesos, y de 4,27% medida en dólares, dado el incremento de 2,96% en el CCL durante la misma semana. En esta oportunidad, los activos en pesos mostraron una mejor performance por sobre los activos en dólares, con

un rendimiento destacable de 13,20% por parte del bono TV24, seguido por una suba de 4,61% en el Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked).

Por su parte, los activos en dólares también mostraron variaciones positivas, con un incremento de 8,26% en el bono soberano AL30, acompañado por una rentabilidad de 1,85% en el Fondo IEB Renta Fija Dólar.

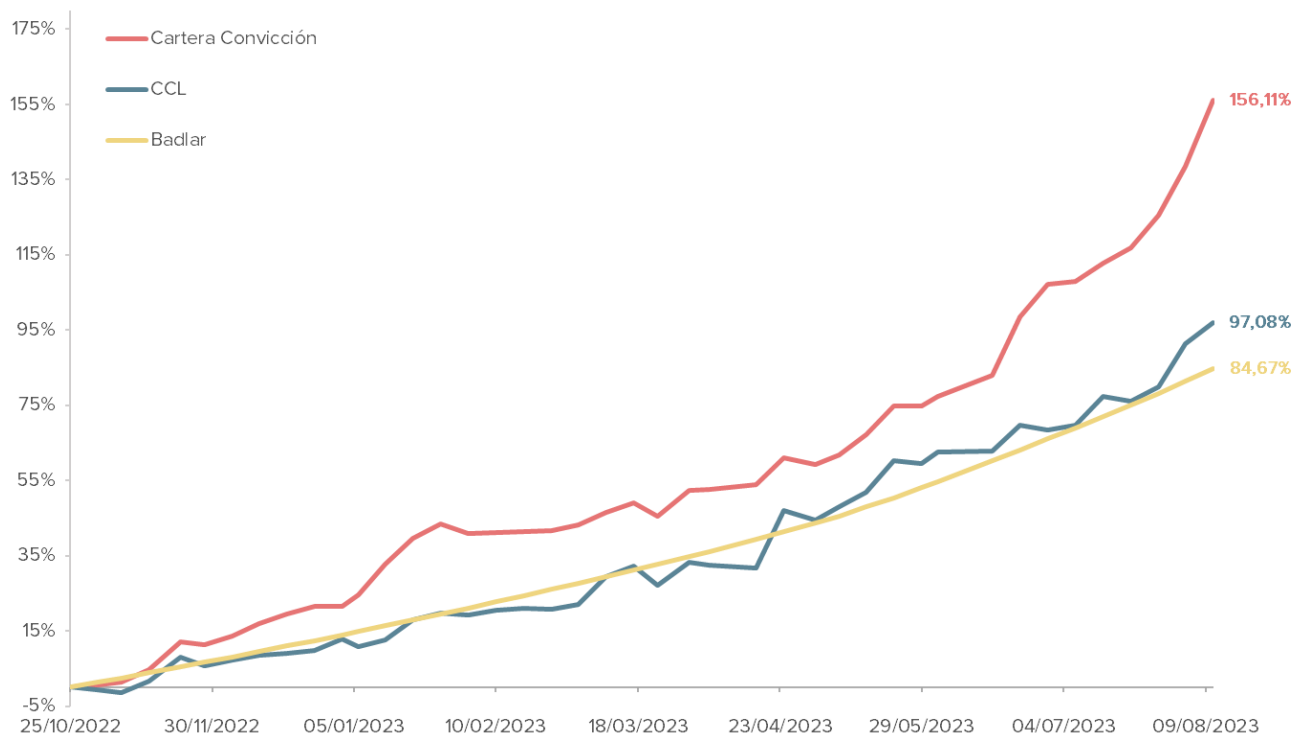
| Moneda | % | % Instrumento | Rdto | Precio 04-Ago | Precio 11-Ago | Rdo x Moneda | Rdo Total |
|--------|-----|----------------------------|--------|---------------|---------------|--------------|-----------|
| USD | 68% | 40,0% AL30 | 8,26% | 16.270 | 17.614 | 5,62% | 7,36% |
| | | 28,0% IEB Renta Fija Dólar | 1,85% | 1,019 | 1,017 | | |
| ARS | 32% | 8,0% IEB Renta Fija (DL) | 4,61% | 23,237 | 24,307 | 11,05% | |
| | | 24,0% TV24 | 13,20% | 30.565 | 34.600 | | |

Tras conseguir un rendimiento de 7,36% en pesos, la cartera acumula así una suba de 13,53% en las primeras dos semanas de agosto. Mostrando una rentabilidad acumulada de 110,67% desde comienzos del 2023.

| Retornos Mensuales | | | | | | | | | | | YTD |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | nov-22 | dic-22 | ene-23 | feb-23 | mar-23 | abr-23 | may-23 | jun-23 | jul-23 | ago-23 | |
| Cartera | 11,31% | 9,19% | 18,13% | -1,29% | 7,53% | 4,45% | 9,78% | 18,52% | 8,92% | 13,53% | 110,67% |
| Badlar | 6,65% | 5,45% | 6,28% | 5,47% | 6,95% | 6,55% | 6,60% | 8,42% | 7,34% | 3,60% | 62,01% |
| CCL | 5,70% | 3,88% | 8,96% | 0,94% | 10,27% | 8,59% | 10,37% | 5,52% | 6,83% | 9,55% | 74,80% |

Finalmente, si observamos la performance que viene mostrando la cartera desde sus inicios, la misma acumula un rendimiento de 156,11%, el cual se encuentra considerablemente por encima del desempeño que mostraron la tasa Badlar y el dólar CCL durante el mismo periodo de tiempo.

Rendimiento de la cartera



BONOS SOBERANOS

La victoria de LLA en las PASO resultó ser un cisne negro. Por otra parte, el resultado de JxC fue peor al esperado, aventajando a UxP por mucho menos de lo que dejaban entrever las encuestas. El resultado que se terminó dando no era parte del escenario base del mercado, lo que produjo un reordenamiento de expectativas y ajustes en los precios de los activos.

A pesar de que las dos fuerzas políticas más pro mercado obtuvieron en conjunto el 47% de los votos lo que a primera vista resulta positivo para la deuda soberana, el resultado aumentó considerablemente la incertidumbre ya que se abren múltiples escenarios con una elección que terminó siendo de tercios como se anunciaba varios meses atrás. El aumento de escenarios posibles llevó al mercado a recalcular luego de que los bonos venían operando al alza en los meses previos a la elecciones donde la expectativa de un cambio de gobierno con JxC como ganador de la contienda electoral parecía prevalecer frente al creciente deterioro económico.

Los soberanos caen esta semana en promedio 10,27% desde el pico alcanzado la semana pasada, con una mayor caída por el lado de los globales que retroceden alrededor de 11% mientras que los bonares solo lo hacen en 9%. Los emergentes también operan a la baja mostrando una caída de 2% en la semana.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)

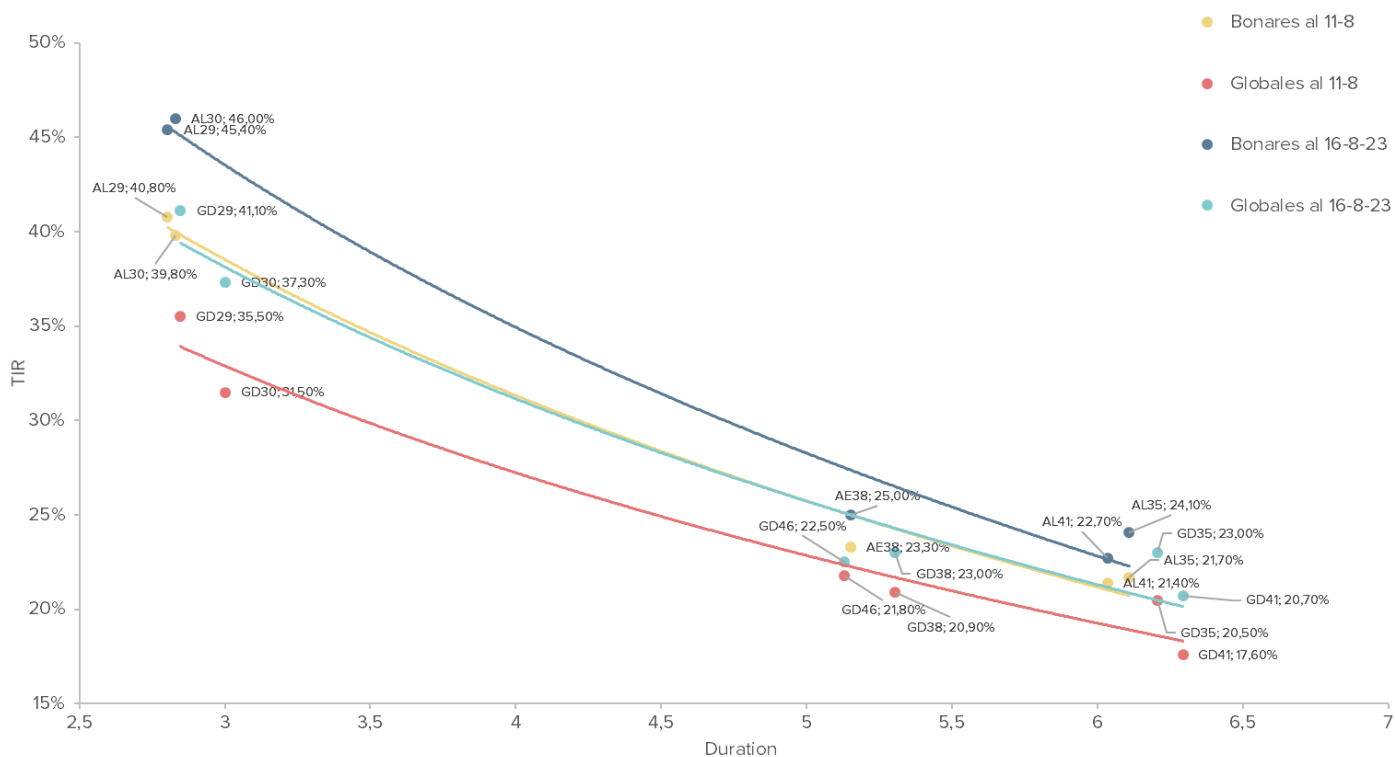


Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Los fundamentals macro siguen empeorando en un contexto de mucha presión sobre los dólares financieros luego de que el gobierno dispusiera la devaluación del 22% del tipo de cambio oficial y donde el BCRA tiene dificultades a la hora de recomponer reservas donde las reservas netas ya son de USD -10.000 MM. La autoridad monetaria vendió la semana pasada USD 100 MM diarios en el MEP buscando contener dicha cotización mientras que los volúmenes negociados esta semana sugieren que no hubo intervención oficial en las últimas ruedas.

La curva de rendimientos de globales y bonares se desplazó hacia arriba con subas en las TIRs de 3% en promedio, aunque este desplazamiento se dio con mayor amplitud en la parte corta de la curva, en las especies 29s y 30s, que mostraron incrementos en las tasas de rendimiento de entre 5 y 6%.

Curva de Bonos Soberanos



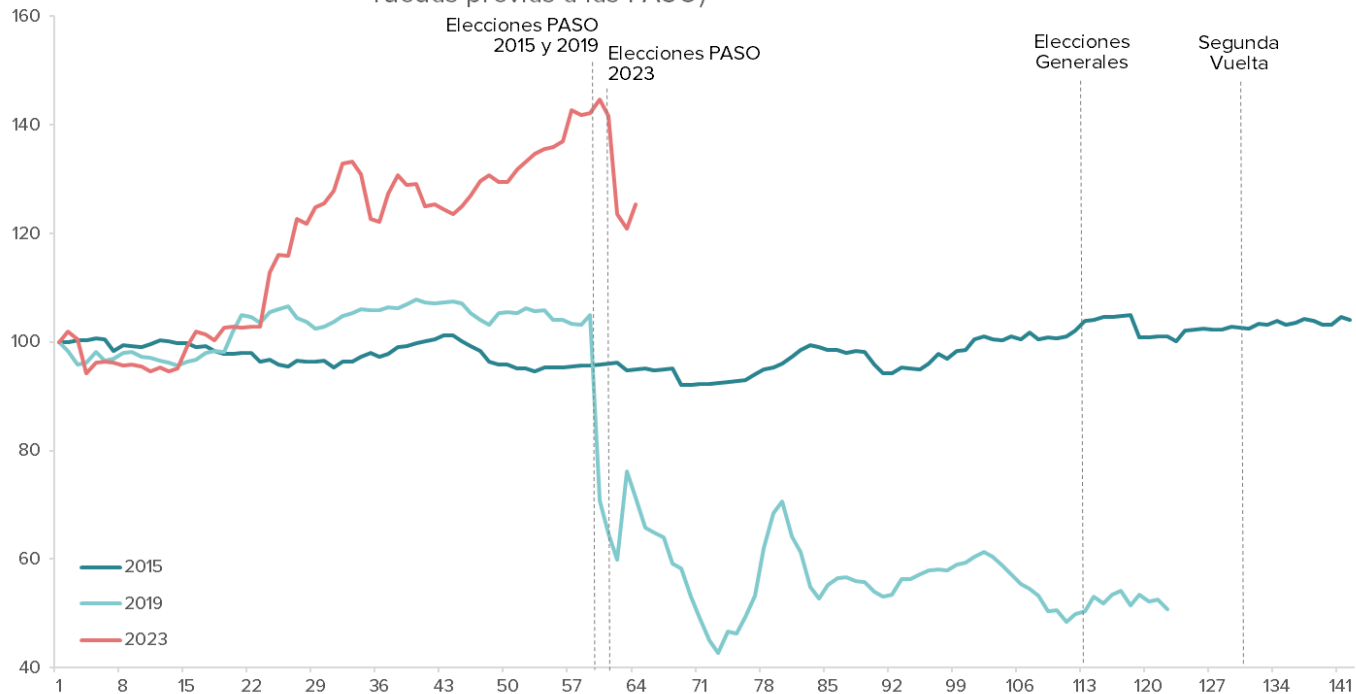
Fuente: IEB en base a ByMADData.

Si comparamos el comportamiento de los bonos soberanos actualmente con el de las dos últimas elecciones presidenciales, vemos que esta vez llegaron a las PASO con retornos acumulados muy superiores a las elecciones previas. En primer lugar, por la expectativa de un recambio de gobierno con una orientación pro mercado, que pueda estabilizar la economía y llevar a cabo una serie de reformas que ponga al país en un sendero de crecimiento nuevamente. En segundo lugar, el nivel de encepamiento actual, mucho mayor al del 2015, hace que los bonos hard dollar tengan una demanda considerablemente mayor ya que se utilizaron como un vehículo para dolarizar carteras en este contexto de mayores restricciones.

El resultado de estas PASO sorprendió como dijimos porque abre una serie de nuevos escenarios de acá en adelante. Ante esta mayor incertidumbre, a lo que se le sumó la tensión financiera que desató la devaluación a comienzos de la semana, los bonos soberanos sufrieron una corrección que si la comparamos con la del 2019 resultó ser sustancialmente menor, dado que en el caso actual si bien en el corto plazo la volatilidad puede continuar siendo alta en el largo plazo las expectativas son buenas. En cambio si miramos las elecciones del 2015 donde también existían expectativas de un cambio de signo político que fuese más pro mercado y que se fue incrementó con el transcurso del proceso electoral, la reacción de los bonos fue mucho más moderada. Este comportamiento estuvo fuertemente influenciado

por el hecho de que en ese entonces los bonos operaban con paridades en torno al 80%, mientras que ahora se encuentran en paridades que prácticamente pricean un incumplimiento.

Bonos soberanos en periodo pre-electoral y electoral 2015, 2019 y 2023 (Base 100=60
ruedas previas a las PASO)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

La caída en las paridades de los bonos soberanos los llevó a valores de hace 4 o 5 semanas atrás, lo que puede resultar un oportunidad interesante para ingresar si se está dispuesto a asumir cierta volatilidad en el corto plazo, ya que con una mirada de largo plazo seguimos siendo optimistas y creemos que la deuda argentina tiene mucho valor.

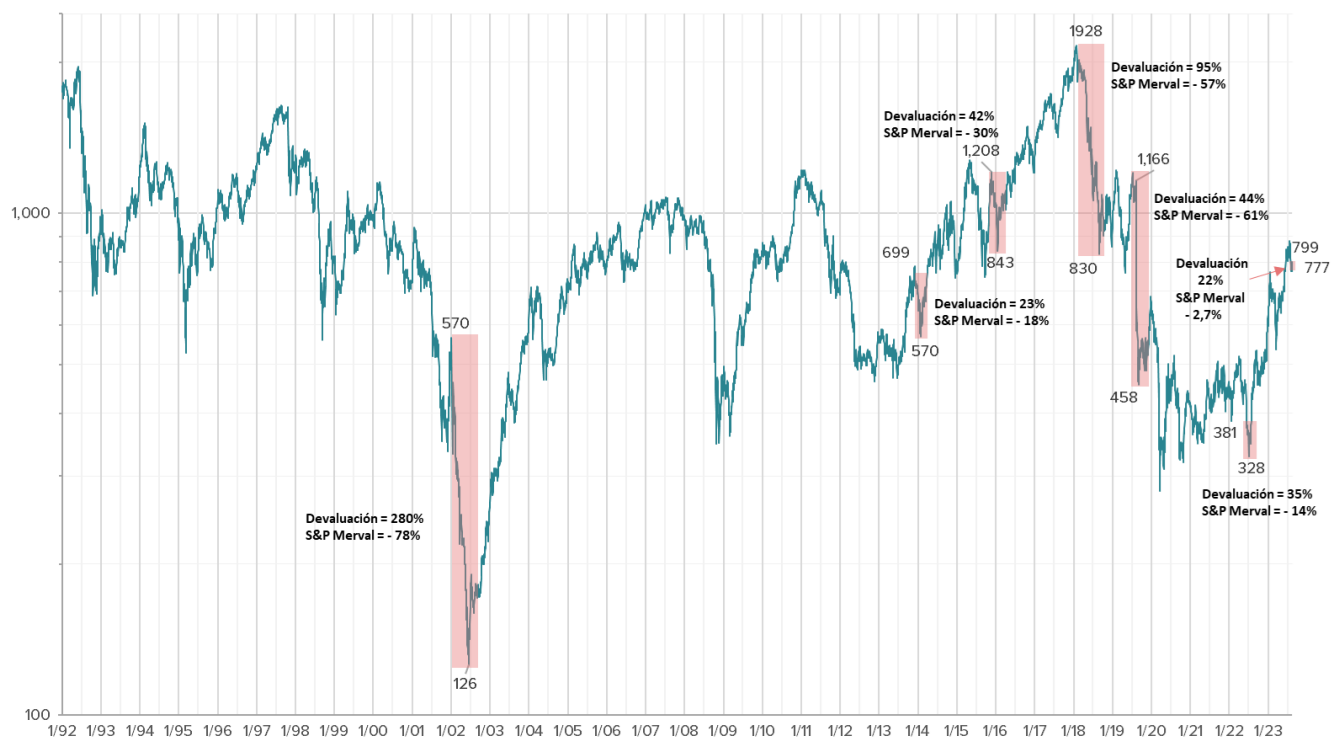
Nos seguimos inclinando por el AL30, que opera por debajo de los valores de recupero más agresivos de USD 30 a la vez que continúa mostrando un spread de jurisdicción considerablemente alto con respecto a su par NY, ubicándose actualmente en torno a 21%.

EQUITY ARGENTINO

En el [informe](#) que hicimos sobre los efectos de una devaluación sobre el S&P Merval vimos que la caída registrada en el índice siempre es menor a la devaluación. Y la recuperación se ve fuertemente influenciada por las expectativas.

La devaluación de casi 22% del tipo de cambio oficial realizada por el BCRA el día lunes no fue la excepción, ese día el índice se desplomó casi un 14% en USD. No obstante, al cierre de la rueda de ayer el S&P Merval recuperó notoriamente el terreno perdido quedando a un 2,7% del valor anterior a la devaluación.

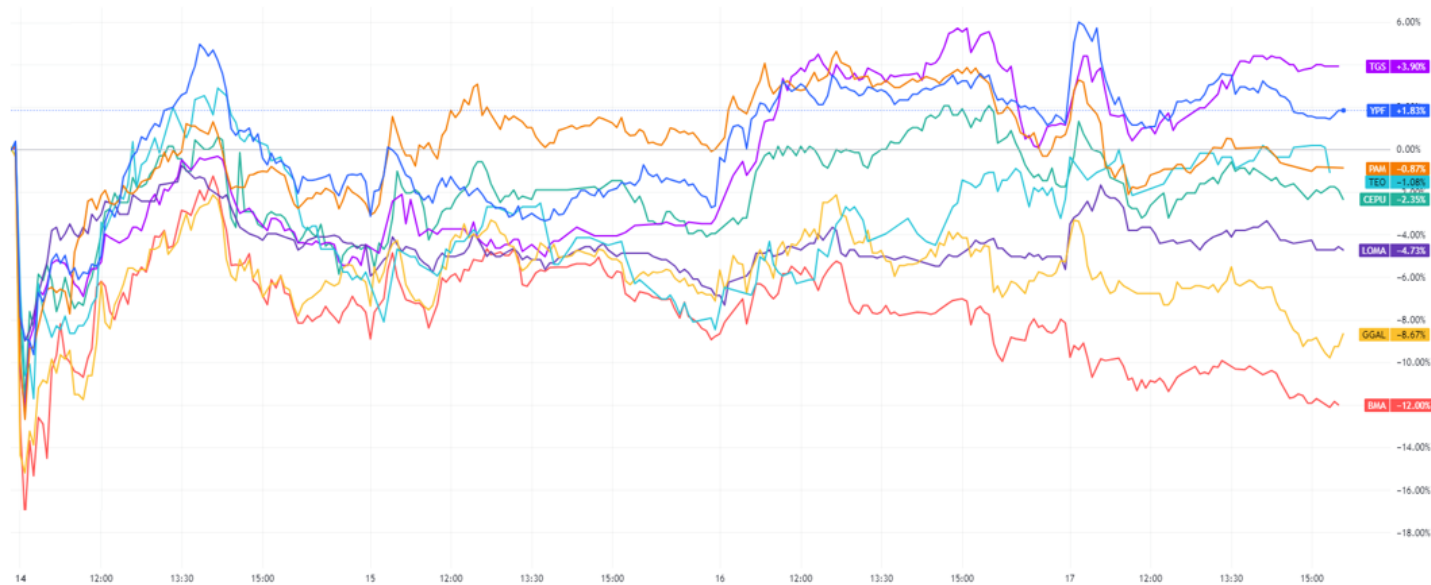
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

Por supuesto que desagregando un poco por sectores uno observa que el sector de Oil & Gas es quien mejor ha capeado la devaluación, mientras que los bancos, telecomunicaciones y cementeras han sufrido efectos más negativos (sobre todo el caso del sector bancario).

Retorno desde la devaluación (USD CCL)



Fuente: IEB en base a Refinitiv y Trading View

Promediando la temporada de balances de las acciones argentinas; habiendo reportado la gran mayoría de ellas salvo el sector financiero podemos sacar algunas conclusiones: los resultados de las compañías si bien no fueron buenos, tampoco fueron tan malos como el entorno macroeconómico que atraviesa el país.

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prourban (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.