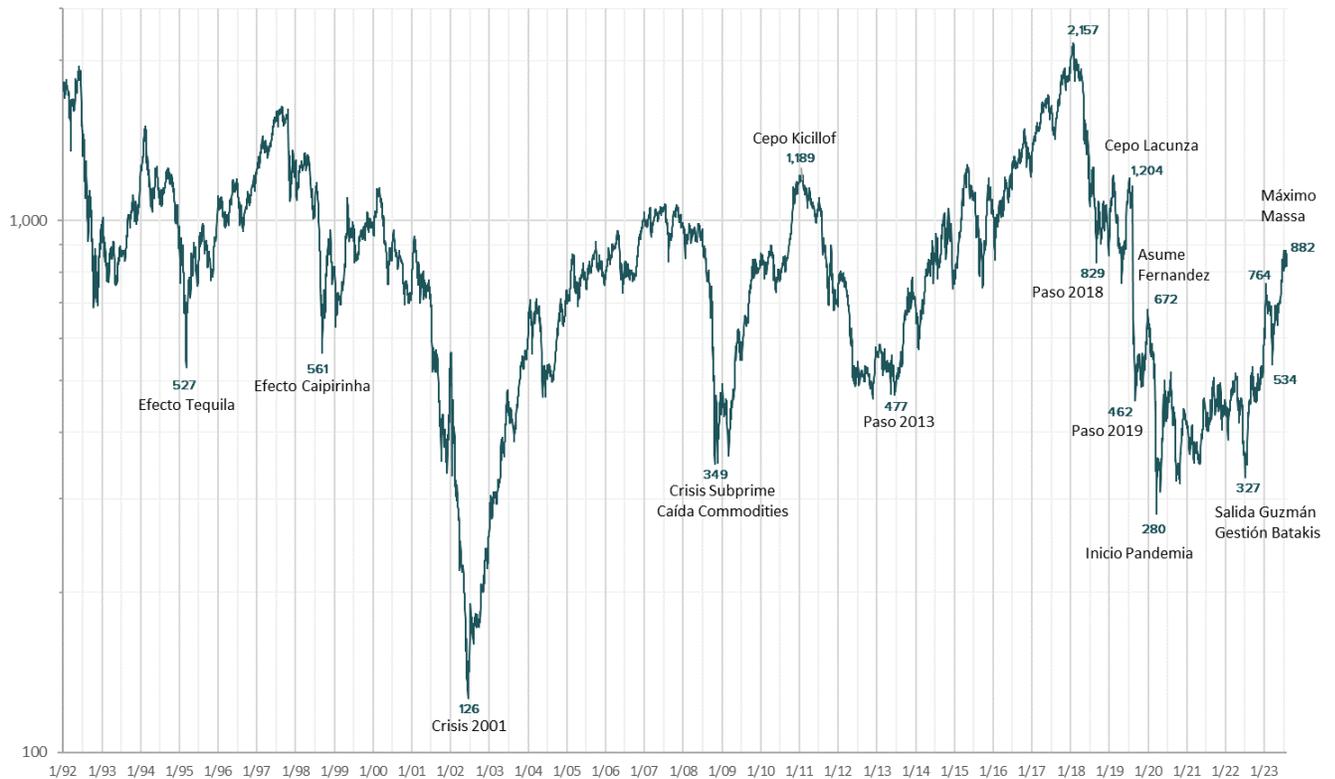


El S&P Merval frente a una devaluación

¿Cómo viene evolucionando el S&P Merval?

Visto desde una perspectiva histórica, el S&P Merval cerró ayer a USD 882 (medido en CCL y ajustado por la inflación de EE.UU.), valor que representa el máximo de toda la gestión de Alberto Fernandez. Este valor se halla 215% por encima del mínimo de la pandemia (USD 280) y 144% por debajo del máximo registrado en 2018 (USD 2.157).

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



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

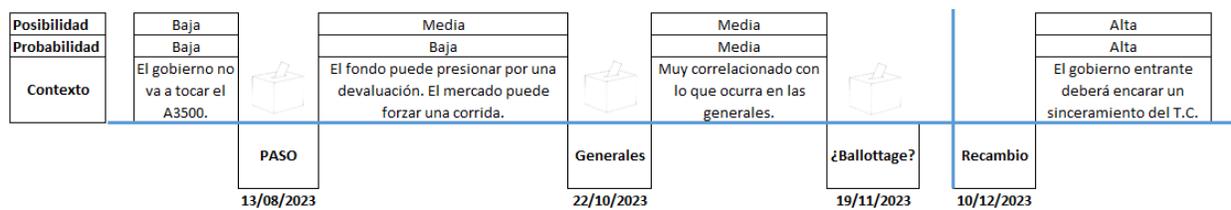
Planteo de los escenarios

Nos proponemos evaluar, en base a experiencias pasadas, qué podría ocurrir con el S&P Merval frente a un potencial salto discreto del tipo de cambio oficial. Si bien no es un escenario que veamos antes de las PASO e, incluso, creemos que el ministro-candidato Massa intentará sostener el A3500

hasta las elecciones generales de octubre, el contexto macro actual (retraso del tipo de cambio oficial, situación de las reservas internacionales, la presión del FMI para sincerar dicho tipo de cambio y una eventual corrida luego del resultado de las PASO) nos lleva a evaluar como posible una eventual devaluación.

Más allá del “timing” en el que ocurra dicha devaluación, es casi una certeza que en algún momento la Argentina deberá realizar un sinceramiento del A3500, con lo cual el ejercicio; más allá de cuando ocurra, nos aporta alguna información sobre escenarios que podrían ocurrir.

Pero volviendo al análisis, la pregunta clave y a la cual es imposible dar una respuesta tajante es: ¿cuándo y de qué forma se producirá dicha devaluación?



- **¿Antes de las PASO?** Un escenario que descartamos. A solo dos semanas para dichas elecciones, el gobierno no va a tocar el FX oficial. Más aún luego de la devaluación fiscal realizada la semana pasada y el lanzamiento de un nuevo “Dólar Agro”.
- **¿Antes de las elecciones generales de octubre?** Aquí el escenario base es que, nuevamente, el gobierno intentará sostener el tipo de cambio. No obstante, si el fondo se pone en una posición intransigente (postura que de alguna manera queda atada a lo que ocurra en las PASO: que espacio sea el más votado y cuál sea el candidato que coseche más votos en forma individual) creemos que el gobierno, en una primera instancia intentará incrementar aún más la devaluación fiscal y no tocar el A3500. Pero dada la actual situación macro es imposible descartar una corrida en los dólares financieros que lleve la brecha a niveles insostenibles y termine forzando al gobierno a sincerar la situación cambiaria.
- **¿Antes del recambio presidencial?** A partir de las elecciones de octubre, el escenario se vuelve aún más incierto pues ya queda atado los resultados que devengan de estos eventos: ¿quién resulta ganador?, ¿Hay segunda vuelta?, ¿concretó el FMI los desembolsos acordados?.
- **¿El nuevo gobierno?** Ya a partir de la asunción de un nuevo gobierno la posibilidad de una devaluación es casi una certeza. Será difícil ver un levantamiento del cepo en el inicio; creemos que el sendero a una unificación cambiaria llevará algún tiempo pero, al mismo tiempo, para alcanzar dicha meta es imperioso un ajuste en el tipo de cambio en el marco de un plan integral de estabilización macroeconómica (que contemple reducción del déficit, sinceramiento del tipo de cambio y un horizonte hacia una unificación cambiaria).

¿Qué ocurrió históricamente con el S&P Merval luego de una devaluación?

Analizamos el comportamiento del índice frente a los últimos cinco grandes eventos de devaluación:

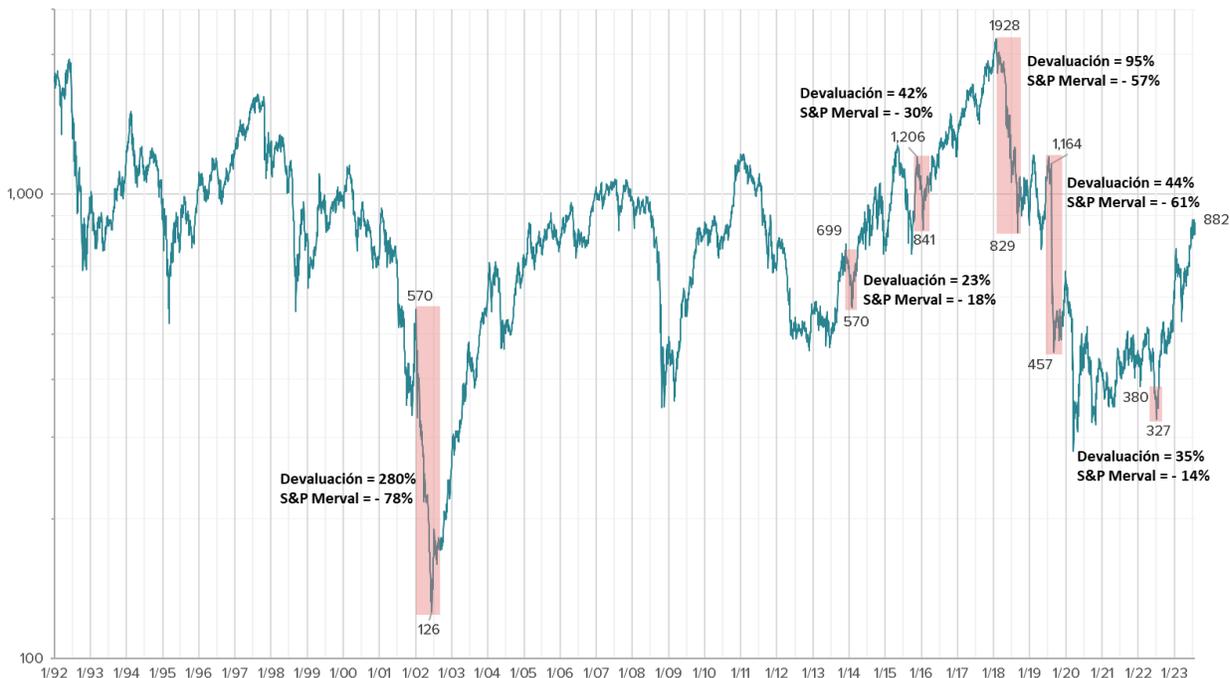
- **Salida de la convertibilidad, default y pesificación (2002):** El proceso se inició con la salida de la Ley de Convertibilidad, la declaración de un default en la deuda soberana y una devaluación inicial del 40%. Dicha devaluación continuó su camino durante el 2002 hasta llegar a máximos en junio de dicho año, momento en el cual la devaluación acumulada fue aproximadamente un 280% y la caída en el índice un 78%.
- **Devaluación Kicillof-Fábrega (2014):** Ante un atraso cambiario evidente y reservas que venían en caída se decidió realizar una devaluación del 23%, pasando el dólar oficial de \$6,8 a \$8,0. Paralelamente, el S&P Merval retrocedió un 18%.
- **Unificación cambiaria y devaluación (2015):** Al iniciar su mandato el Presidente Mauricio Macri, decidió un levantamiento total del cepo y una unificación cambiaria que redundó en una devaluación de aproximadamente 42% y la caída en el índice un 30%
- **Devaluación tras corrida cambiaria (2018):** Fue un proceso de un fuerte incremento en la devaluación del peso en un período de aproximadamente dos meses. Hasta lograr una cierta estabilización en el tipo de cambio, el mismo se devaluó casi un 95% y el S&P Merval se desplomó un 57%
- **Devaluación post-PASO (2019):** El sorpresivo triunfo de la oposición en las PASO (luego de unas elecciones de medio término en las que el oficialismo había ganado por amplia mayoría) el resultado cayó como una bomba en el mercado. El salto discreto fue de 44% en un lapso de días y la reacción del mercado fue un sell-off que resultó en una caída mayor aún a la devaluación: 61%

Por último sumamos un evento de devaluación adicional, que si bien no implicó un salto en el tipo de cambio oficial, disparó los dólares financieros abruptamente:

- **Salida de Guzmán y gestión Batakis:** La salida del ministro Guzmán y la breve pero ineficaz gestión de la ministra Batakis repercutió negativamente en la coyuntura macro. Si bien el tipo de cambio no experimentó un salto discreto (el grado de encepamiento de la economía era altísimo) los dólares financieros se devaluaron un 35% que luego de asumir Massa como ministro se reduce a un 15% (un claro ejemplo de overshooting del tipo de cambio). En ese período el S&P Merval retrocede un 14% para tocar un mínimo de USD 327.

Frente a estos escenarios resulta interesante observar que ocurrió con el S&P Merval en su conjunto para luego analizar la performance sectorial (no todos los sectores reaccionaron de igual forma). **Como queda evidenciado en el gráfico siguiente, todo evento de devaluación fue seguido de una caída en el S&P Merval.**

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



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

No obstante, pueden marcarse algunas observaciones. Primero, salvo en la devaluación post-PASO 2019, la caída en el índice fue menor a la devaluación. Es decir, la renta variable si bien estuvo lejos de ser una cobertura eficaz, fue más defensiva y su recuperación fue relativamente rápida. **Segundo**, la mayor caída en el evento post-PASO 2019 también sumó un cambio en las expectativas del mercado: el retorno de un gobierno en cuya fórmula se encontraba CFK y el fin del “sueño” del “sí, se puede”. **Tercero**, las expectativas de “lo que está por venir” luego de una devaluación jugaron un papel preponderante: cuando las mismas fueron positivas, 2001, 2015, 2022 se produjo una recuperación notablemente rápida. A la inversa, cuando las expectativas fueron negativas, 2018 y 2019 no se dió tal efecto.

El escenario actual

El escenario al que nos enfrentamos actualmente es de una inevitable devaluación, que sabemos que ocurrirá pero que es extremadamente difícil estimar exactamente cuándo y cómo ocurrirá. Podríamos definir tres escenarios: a) **“base”**, que sería no antes de las elecciones de octubre/ballottage y en el tramo final de un gobierno que no tendría el sustento político (ni las intenciones, muy probablemente) como para encarar un plan de estabilización; b) **“ordenado”**, durante el próximo gobierno y en un contexto de un plan integral de estabilización macro. Y, por último, el

“forzado”, que sería un mercado que intranquilo por la situación macro (reservas, futuros de USD fuertemente al alza, etc.), o un gobierno que forzado por requerimientos del fondo decide realizar una devaluación antes de las elecciones generales y sin un programa integral de estabilización. **Cual de estos escenarios termine materializándose es imposible de determinar ex-ante, lo que no anula el análisis a realizar.**

Las expectativas, que como bien observamos, juegan un rol clave a la hora de analizar qué tipo de patrón ocurre luego de la caída inicial: si se da inicio a una recuperación rápida o una lateralización o caída.

En este sentido es clara la lectura del mercado sobre el posicionamiento de Massa como candidato: desde el inicio de su gestión y con algunos períodos de fuerte retroceso, el S&P Merval se incrementó en un 169% en USD. Es decir, el mercado valora que en la fórmula del oficialismo no haya ningún candidato kirchnerista. **No obstante, no queda claro que frente a un triunfo de Massa el cambio de expectativas se torne aún más favorable. Creemos que la clave a monitorear para que se generen expectativas favorables vendrá de la mano de una definición de los planes a implementar por cada uno de los candidatos con mayor chance de llegar al sillón de Rivadavia: Massa, Bullrich y Larreta.**

Conclusión

Luego de este pormenorizado análisis podemos concluir que ante una eventual devaluación, el S&P Merval sufrirá, inicialmente, el impacto de la misma y de acuerdo a las expectativas que asumamos la caída del mismo será de menor o mayor proporción.

Un recambio presidencial *suele* generar un cambio de expectativas. Este supuesto, podría no materializarse si el mercado lee un eventual triunfo de Massa como una continuidad de las políticas actuales (no obstante, aún en ese caso creemos que una devaluación será inevitable). **En este escenario podríamos esperar que la caída en el S&P Merval sea menor a la devaluación y que dicho ajuste se revierta en un lapso de tiempo relativamente corto.**

Por tanto, si uno es optimista a largo plazo, la caída del mercado de renta variable al efectuarse la devaluación podría brindar una buena oportunidad de compra.



Bonus Track: Apertura por sector frente a una devaluación

Más allá de analizar el impacto en el índice como un total, creemos que resulta interesante profundizar en el comportamiento que tuvieron los diferentes sectores en los eventos de devaluación antes mencionados.

Separamos al índice de la siguiente manera en: *Bancos, Materiales, Oil & Gas, Energéticas, Telecomunicaciones, Construcción, y Real Estate*

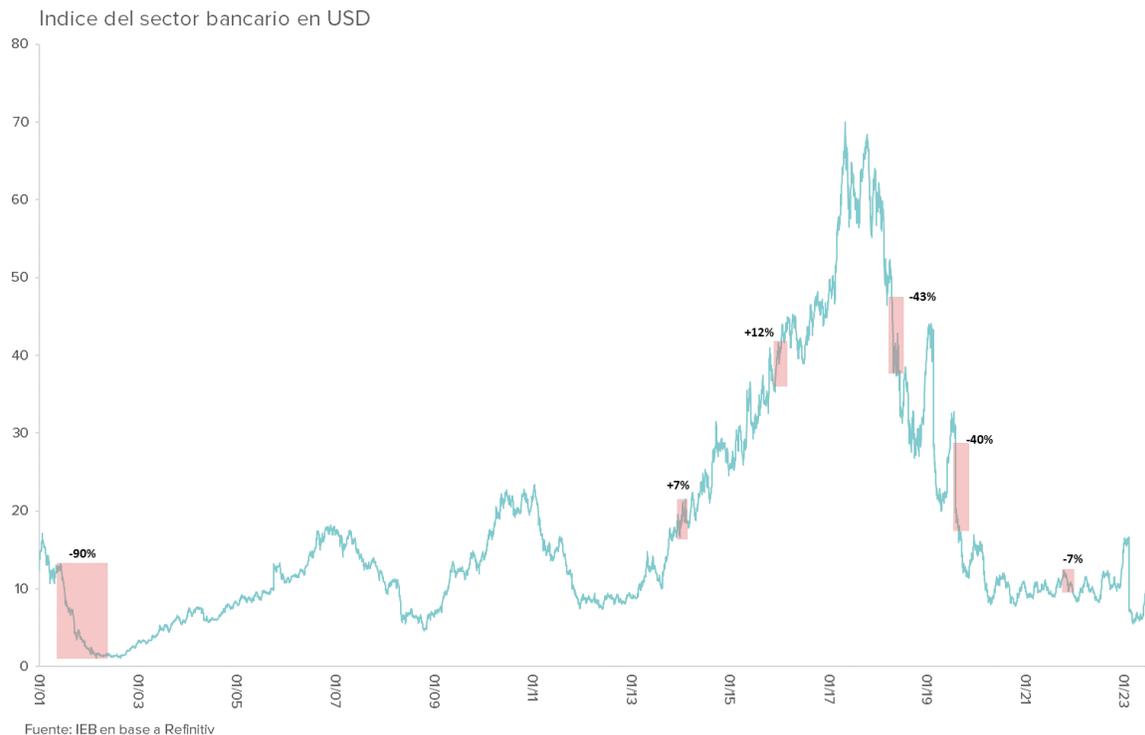
En líneas generales observamos que:

- **Bancos:** GGAL, BBAR, BMA, SUPV

<

a devaluación del S&P Merval - Excepción 2001

- El sector bancario presenta un escenario mixto. Es claro el tremendo impacto que produjo la devaluación en 2002, con su pesificación asimétrica que dejó a los bancos en una posición de “quiebra técnica”. En las sucesivas devaluaciones el sector se ha mostrado muchísimo más defensivo. La conclusión que se puede extraer es que a menos que esté comprometido el sistema financiero, es decir, que exista un riesgo sistémico de corridas bancarias y/o quiebras los bancos pueden “hedgear” mejor una devaluación. Por otra parte, dada la vitalidad que presenta el sector para el funcionamiento de la economía creemos que el mercado descuenta que “en el límite” habrá un rescate. Finalmente, en los últimos eventos, su exposición al sector público pudo haberles jugado a favor al contar con instrumentos que tengan alguna indexación a la devaluación y al posterior incremento en el nivel de precios.



- **Materiales: ALUA, TXAR**



- **a devaluación del S&P Merval**

- Como era esperable el sector materiales es quizá el que mejor “hedghea” una potencial devaluación. En el caso de Aluar, con un 70% de sus ventas al mercado externo y costos mayoritariamente en pesos, una devaluación le impacta positivamente en las ventas y en los márgenes. Ternium Argentina, dado que sus productos se encuentran ligados a precios internacionales puede realizar un más fluido traslado a precios.

Índice del sector Materiales (ALUA,TXAR)



- **Oil & Gas (no regulados o parcialmente regulados): VIST, YPF, TGSU2**

- **< a devaluación del S&P Merval**

- En general y según se observa en el gráfico, las caídas luego de las devaluaciones han sido menores que las registradas por el índice. Este resultado era de esperar ya que la porción de las ventas que son exportaciones mantienen su valor. No obstante, el porcentaje de dichas ventas que se vuelcan al mercado doméstico sufren el impacto.

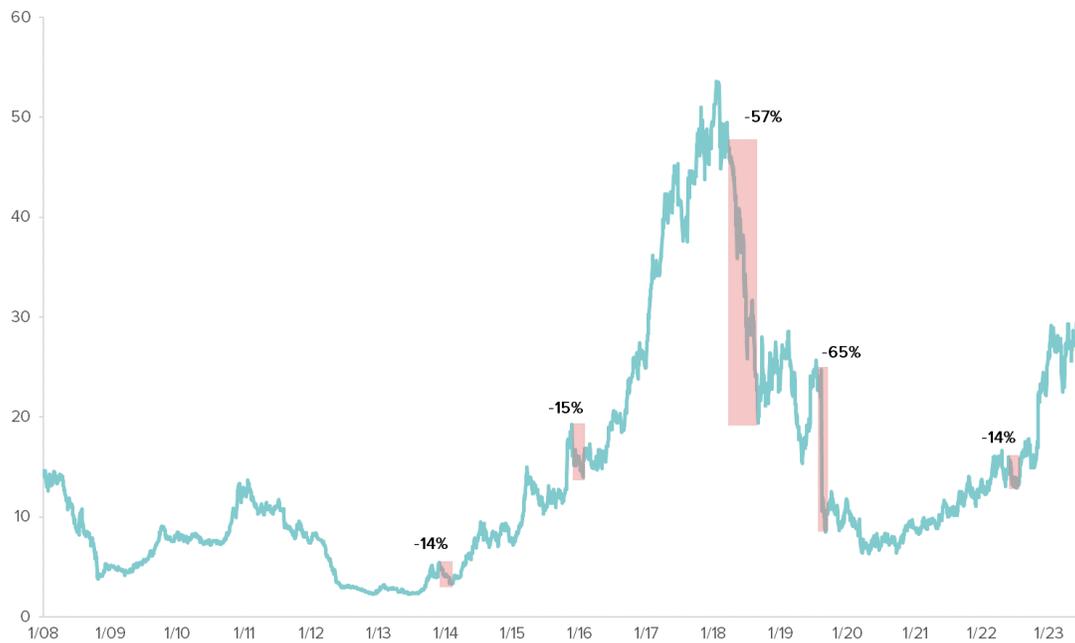
Índice del sector Oil & Gas en USD



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

- **Energéticas (reguladas: distribución, transporte y generación): TRAN, TGNO4, PAMP, CEPU, EDN = a devaluación S&P Merval**
 - En el caso del grupo de empresas que componen este sector, la devaluación ha estado en línea con la del índice S&P Merval. La dificultad del traslado a precios impacta de lleno en aquellas empresas con tarifas altamente reguladas o con bajos niveles de ventas al exterior.

Índice del sector Energético (EDN, PAM, TGN, TRAN, CEPU)



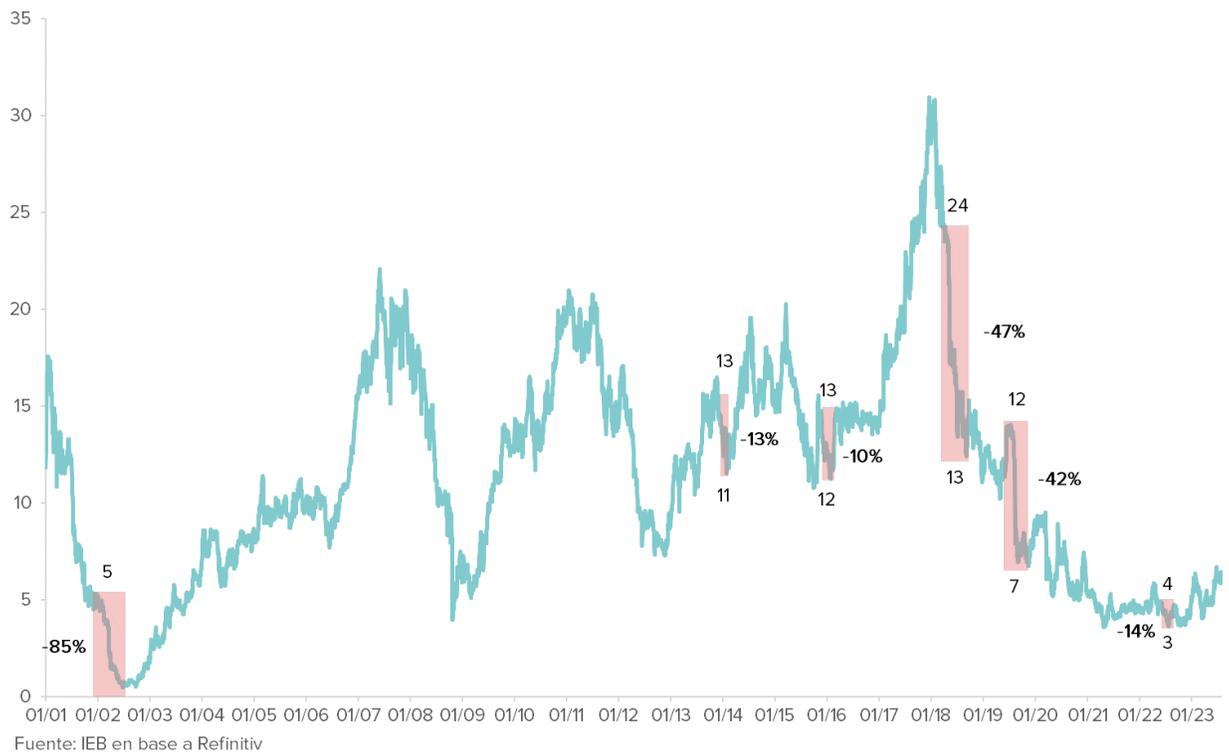
Fuente: IEB en base a Refinitiv

- **Telecomunicaciones: TECO2**

- > a devaluación S&P Merval

- En el caso de Telecom es evidente que una devaluación reduce significativamente el valor de la empresa. Por un lado las ventas son casi en su totalidad realizadas en pesos (excepto por sus negocios en Paraguay) y, por otro el Capex necesario para mantener, ampliar y modernizar las diferentes redes es en USD. Subsiguiente a la devaluación, el traslado a precios es más complejo cuanto mayor sea la dinámica inflacionaria.

Índice del sector Telecom (TECO2)



- **Construcción: HARG, LOMA**

- ¿? a devaluación S&P Merval

- Son mixtos los resultados de este sector frente a eventos devaluatorios. Si bien las empresas que lo componen tienen un importante grado de libertad en lo que se refiere al traslado a precios, existe un componente macro: el nivel de actividad. Luego de la devaluación de 2002, con un PIB que profundiza su caída, es explicable que el valor de dichas empresas haya caído aún más de lo que lo hizo el S&P Merval. La misma explicación sería aplicable para la devaluación ocurrida en 2018 que da vuelta las expectativas que se habían generado luego del triunfo arrasador en las elecciones de

medio término. Como conclusión es clave “leer” el grado de deterioro del nivel de actividad (o la expectativa de que este empeore) que puede estimarse frente al evento de devaluación.



- **Real Estate: IRSA, CRES**

- < a devaluación S&P Merval

- Las empresas de Real Estate han mostrado un menor impacto frente a los eventos de devaluación. Es claro que ante una devaluación todos los activos (sean estos físicos o financieros) pierden valor en moneda dura, pero el impacto y velocidad de ajuste en el precio de las propiedades es también más lento y, por ende, más defensivo. Adicionalmente, en este grupo se encuentra Cresud con su negocio agrícola que se referencia a valores internacionales lo cual refuerza aún más este efecto.

Indice del sector Real Estate en USD



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

RESEARCH

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista de Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

fherrera@grupoieb.com.ar

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>

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.