

7 de septiembre de 2023

Argentina Weekly

Brecha, inflación y tasas

Un dato de inflación de agosto que vendrá con dos dígitos y expectativas de devaluación a partir de octubre obligan nuevamente a hacerse la pregunta: ¿Es sostenible el actual nivel de tasas o el BCRA deberá incrementar la misma?

Creemos que en un intento de contener la brecha y quitarle cierta presión al FX oficial un escenario de una nueva suba de tasas es casi inminente. ¿La magnitud de la misma? 1000/1500 bps no es descabellado.

Rumores de un potencial desdoblamiento cambiario en caso de resultar electa Bullrich, junto con contradicciones sobre tiempos y formas de una potencial dolarización en el espacio de Milei dan lugar a todo tipo de conjeturas y escenarios. **Ayer se produjo un fuerte rescate de FCI Dólar Linked (¿ruido por un potencial desdoblamiento?), seguido de fondos CER -que venían de una semana de fuertes ingresos- y tasa fija.** Luego de la fuerte compresión que se dió en los instrumentos CER, los mismos también sufrieron caídas en la jornada de ayer incorporando a sus precios la potencial suba de tasas.. En el caso de los instrumentos DL si bien un desdoblamiento cambiario presenta un riesgo claro, es poco probable que el mismo no venga acompañado de un salto discreto previo lo cual no eliminaría su atractivo más allá de que este escenario queda supeditado a un triunfo de JxC -evento aún que de ninguna manera está claro que ocurra.

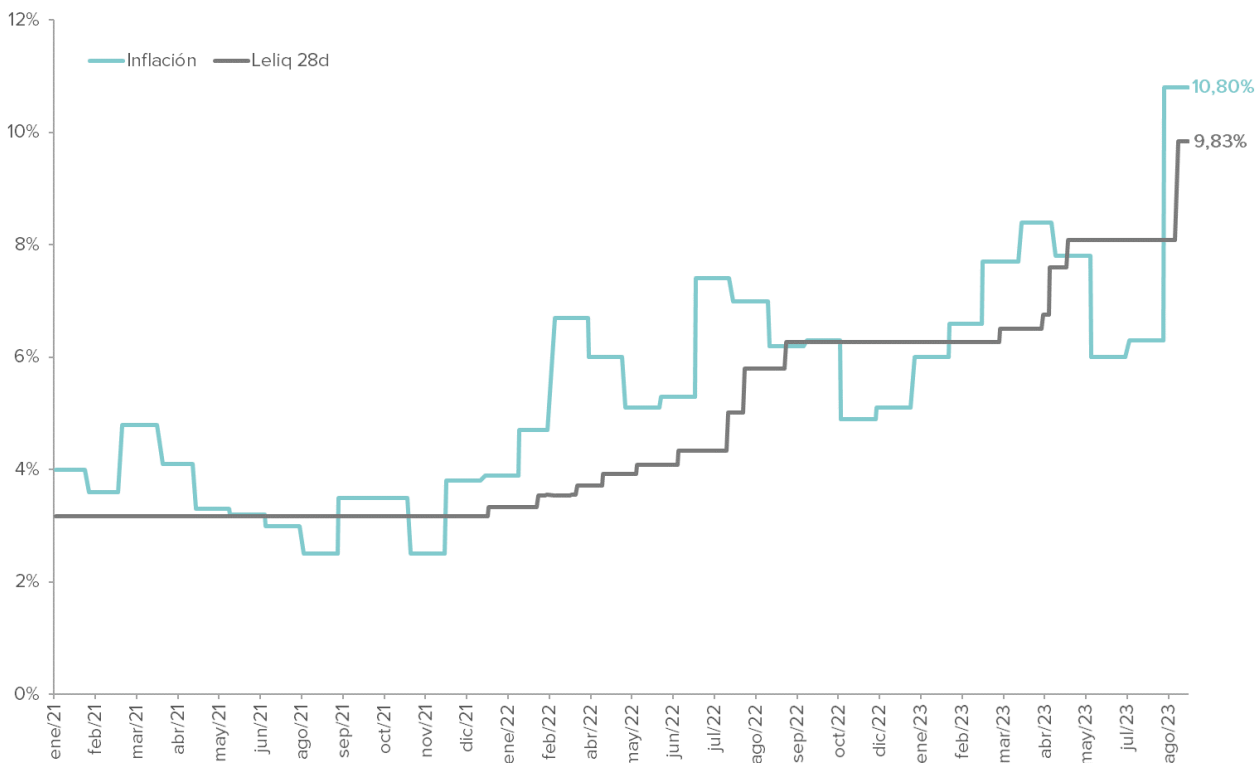
Los bonos soberanos mostraron un retroceso durante la semana pasada la fiebre de cobertura desatada luego de la devaluación que los llevó a tocar máximos el 29/8. Lo mismo ocurrió, luego de la devaluación post PASO, en el mercado de renta variable local. En nuestro weekly anterior veíamos un mercado de “overshooting” de cobertura, dispuesto a convalidar valuaciones del equity argentino muy alejadas de los fundamentals y soberanos alejados de la coyuntura macro-política. **Nos hacíamos la pregunta: ¿hasta qué punto se convalidarán valuaciones con tal de tomar cobertura?. La respuesta fue clara y contundente: un sell-off de equity y soberanos.**

ECONOMÍA

En el día de hoy se dio a conocer el dato de inflación para CABA - 10,8%, el más alto desde 1991 y reflejando una notable aceleración - y dado que este suele ser una aproximación bastante acertada del dato a nivel nacional, no sería ninguna sorpresa que este último resulte de dos dígitos. **La elevada inflación, sumada a las expectativas de una mayor devaluación - es decir, mayor presión sobre la inflación - en los meses por venir, presionan a las autoridades monetarias con relación al nivel de tasas actual: inflación del 129% TNA vs. una tasa de política monetaria de 118% TNA.**

Dado este spread entre inflación y tasa surge el interrogante de si el BCRA decidirá aumentarla en los próximos días pagando el costo del impacto sobre la actividad y el deterioro del déficit cuasifiscal, o si la sostendrá sin cambios, dando espacio a una posible escalada del dólar frente a una caída en la demanda de pesos. **La decisión quedará atada a la prioridad que asigna el gobierno a cada una de las cuestiones anteriores: asignamos una mayor probabilidad a una priorización de los sostener los rendimientos en pesos en términos reales en terreno positivo, más específicamente a una suba de la tasa de referencia de entre 10 y 15%, más aún teniendo en cuenta que la brecha cambiaria se encuentra en torno al 117% pese a la relajación de todas las cotizaciones en los últimos días.**

Devaluación FX Oficial - Inflación - Tasa Leliqs 28 días (%)



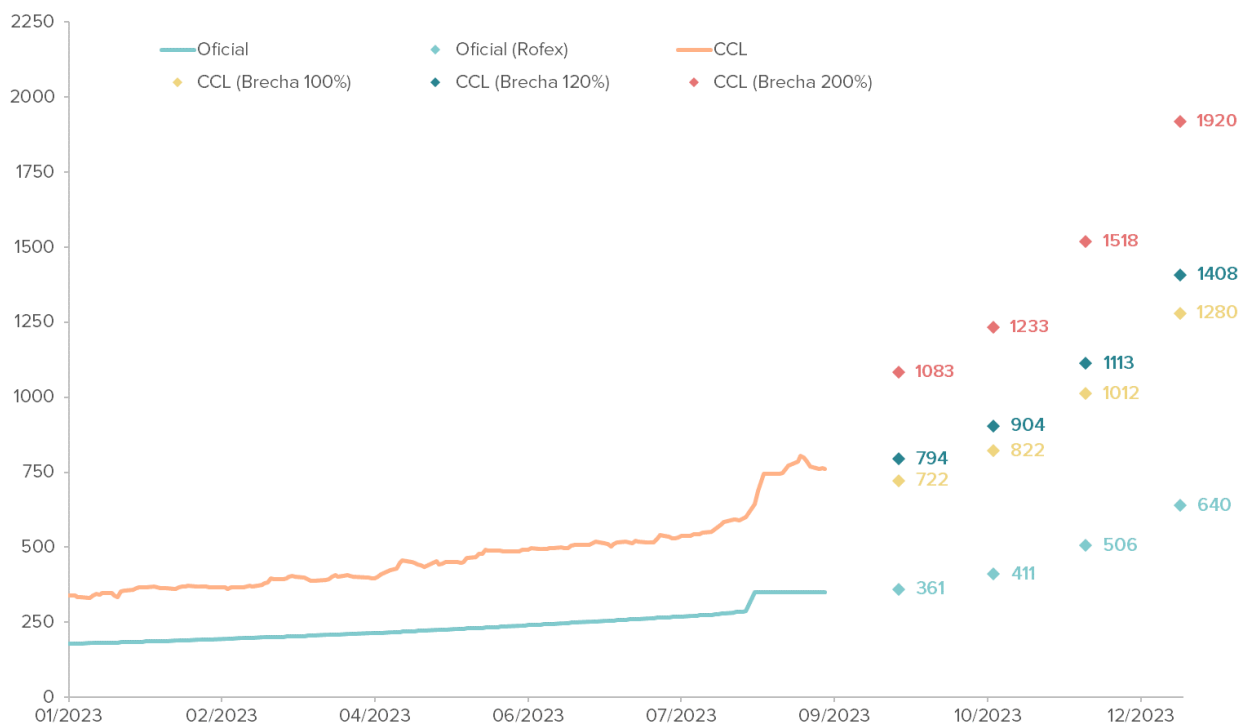
Fuente: IEB en base a Mecon, Indec y BCRA



Por el lado puramente centrado en la brecha, en los últimos días se observó una caída sustancial en la misma, empujada en su totalidad por los últimos movimientos del CCL. Estas fluctuaciones nos podrían llevar a pensar que los máximos alcanzados la semana pasada no fueron más que un overshooting, aunque también podría tratarse de un incremento en la demanda de pesos por encontrarnos a principios de mes sumado a la creciente intervención por parte del BCRA en el mercado secundario. Sin embargo, a medida que la inflación y las tasas reales negativas ejercen presión, se podría llegar a observar una nueva escalada de los dólares financieros y de la brecha en las próximas semanas.

Es en este contexto que realizamos el ejercicio de trazar un camino hasta el 2024 para el CCL, basándonos en los valores de tipo de cambio oficial priceados por Rofex para ese período. Particularmente escogimos tres senderos: uno de mayor control sobre los dólares con una brecha sostenida del 100%, un segundo camino de sostenimiento de la brecha en niveles actuales y, por último, uno con brecha descontrolada del 200%. Dadas las devaluaciones esperadas por el mercado de futuros, una cotización financiera por encima de \$1.000 ya es casi una certeza hacia fin de mes, aunque esto posiblemente dependa de si el gobierno efectivamente cumple la promesa de sostener el tipo de cambio mayorista hasta las elecciones generales, o cede ante la presión de la brecha para devaluar nuevamente.

CCL y Oficial - Brecha 100%, 120% y 200%



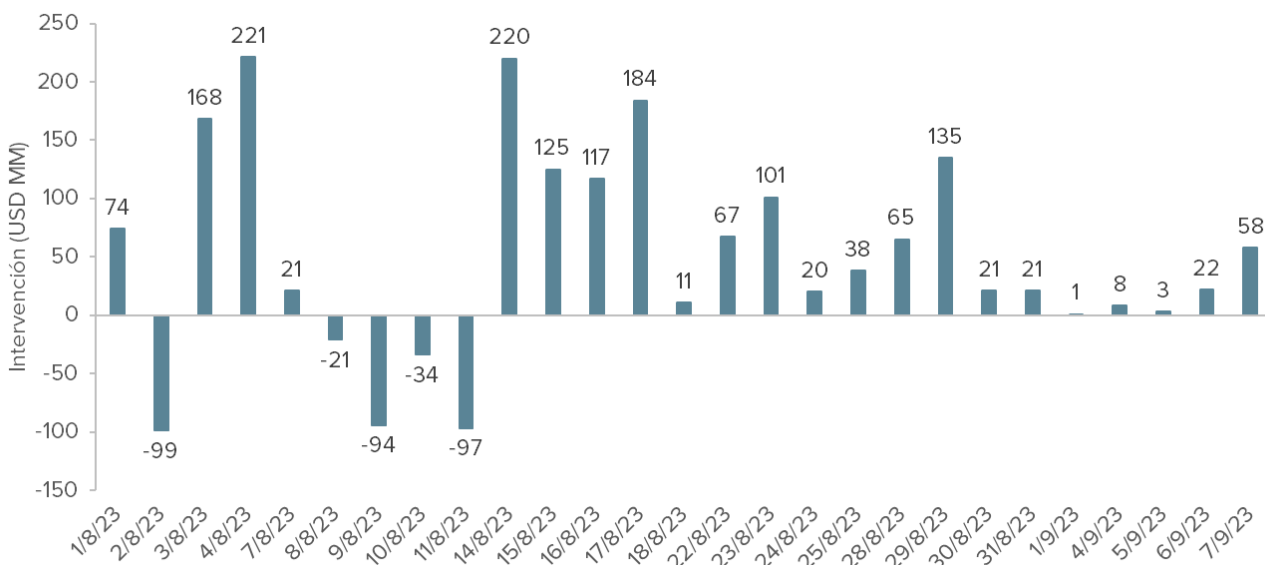
Fuente: IEB en base a BCRA y MATBA Rofex

Finalmente se anunció el Programa de Incremento Exportador con el cual se intentará darle algo de aire a las reservas, comunicándose desde el gobierno que se intentará conseguir liquidaciones por alrededor de USD 2.000 MM con este programa, de las cuales solo pasarían por el MULC alrededor de USD 1.500 MM ya que el 25% de lo liquidado será de libre disponibilidad para el exportador pudiendo liquidarse al CCL. Por lo tanto el tipo de cambio preferencial en esta ocasión rondaría los \$455, quedando solo 30% por arriba del tipo de cambio oficial frente al 40% alcanzado en las primeras ediciones.

A su vez, desde agosto el BCRA logró acumular más de USD 1.300 MM en el MULC, alcanzando así 18 ruedas consecutivas con saldo positivo en el mercado de cambios, una racha observada por última vez en el mes de mayo, en pleno Dólar Soja.

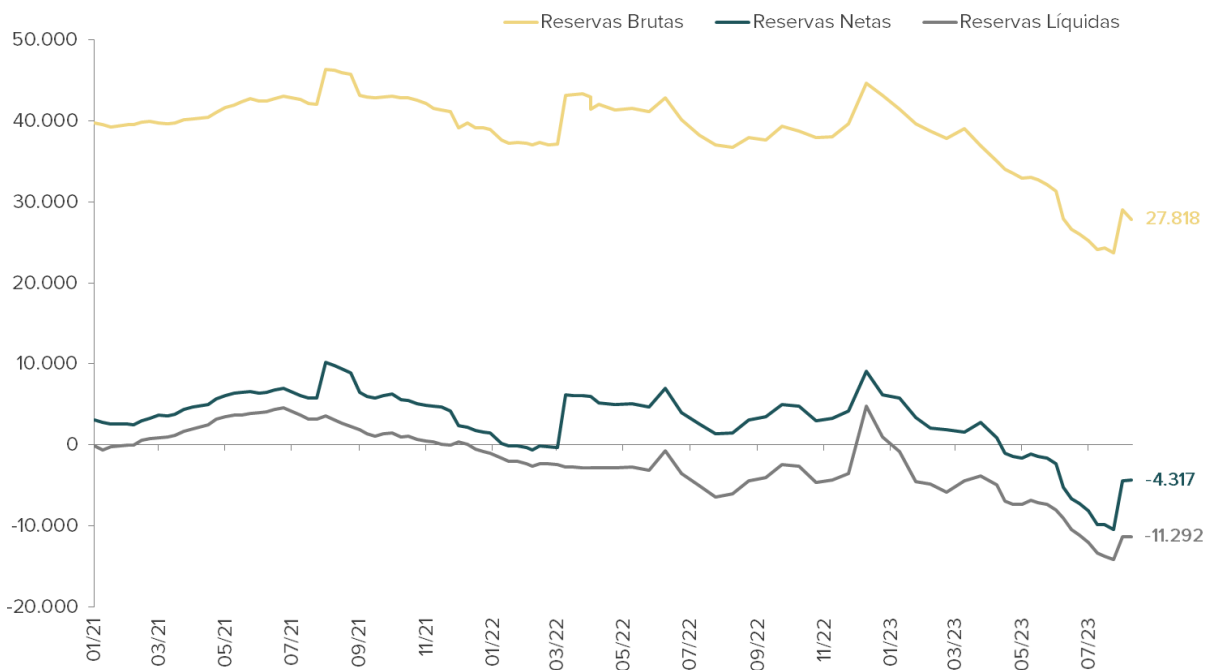
Con la implementación de esta quinta edición del PIE, los volúmenes de compra por parte de la autoridad monetaria posiblemente se vean incrementados, extendiendo esta racha, y dándole mayor poder de fuego para intervenir en los dólares financieros con el objetivo de contención de la brecha. Adicionalmente, con este nivel de compras las reservas brutas se ubicaron en USD 27.818 MM, mientras que las reservas netas se mantuvieron prácticamente inalteradas.

Intervenciones diarias del BCRA en el MULC (a partir de Agosto 2023)



IEB en base a BCRA

Reservas Brutas, Netas y Líquidas

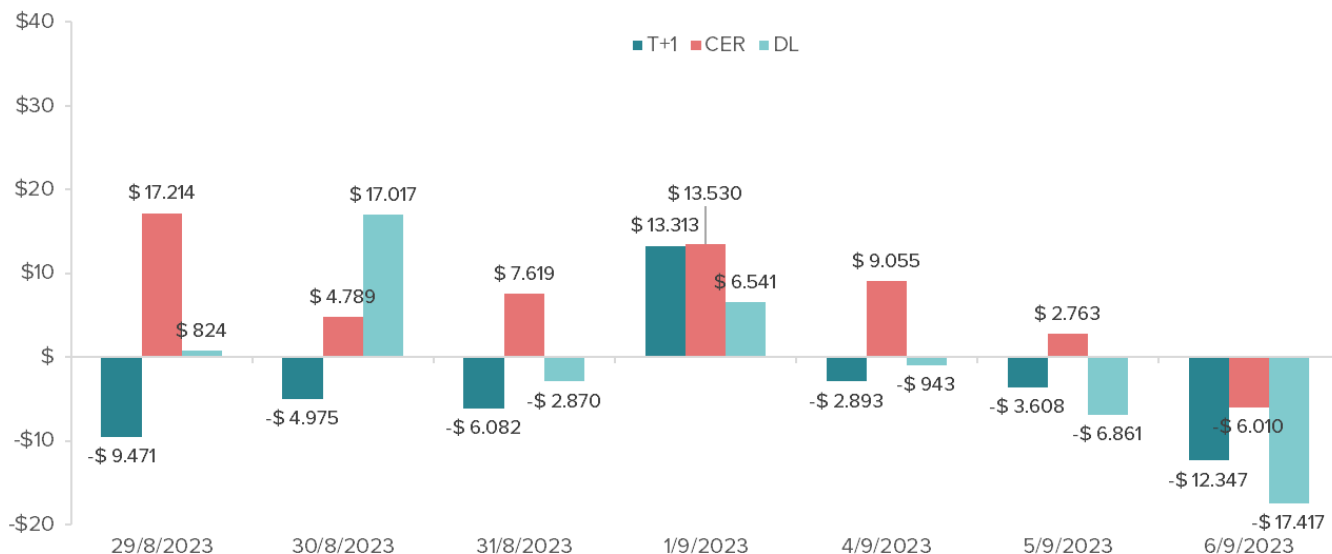


Fuente: IEB en base a BCRA

Con respecto a los flujos de la industria FCI, como comentábamos en el día de ayer se vio un fuerte rescate de todos los fondos, especialmente los DL y T+1. Los T+1 tuvieron rescates por alrededor de

\$26.000 MM durante las últimas 7 ruedas mientras que los DL apenas por \$3.709 MM. Por otra parte los fondos CER tuvieron suscripciones por \$49.000 MM a pesar de la salida de la última rueda que alcanzó los \$6.010 MM.

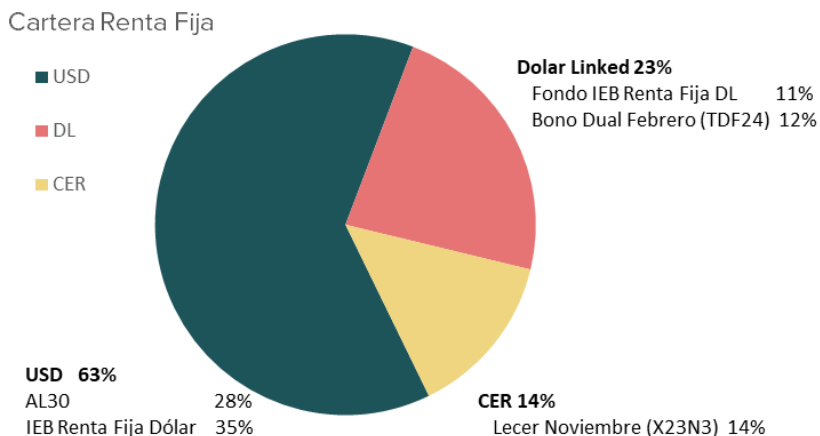
Flujos de Fondos Comunes de Inversión (en ARS MM)



Fuente: IEB en base a 1816

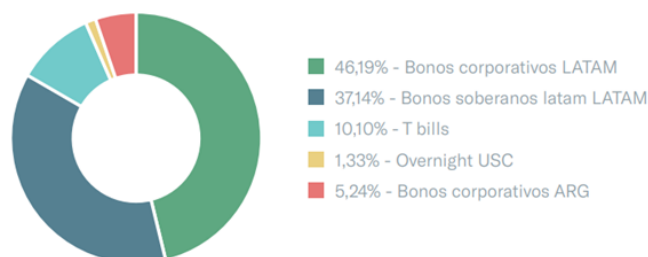
CARTERA RENTA FIJA

Dado el contexto macroeconómico que detallamos previamente y la relativa calma en los FX financieros, optamos por reducir nuestra exposición a instrumentos en dólares en un 7%, para así asignarlo en activos en pesos. De esta forma, nuestra cartera de renta fija queda compuesta en un 63% por activos en dólares y 37% por instrumentos en pesos.



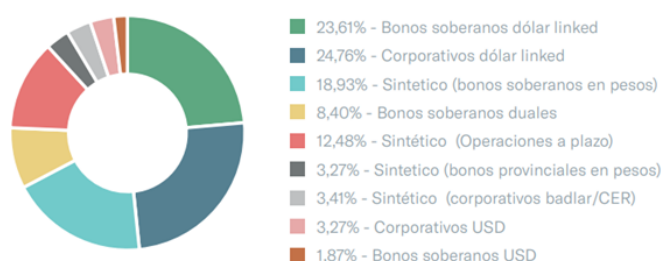
Para los activos denominados en dólares, reducimos en un 14% la posición en el bono soberano AL30, ya que, actualmente se encuentra en paridades por encima del 30%, lo cual, nos lleva a moderar la posición debido a que podría mostrar volatilidad para el corto plazo. No obstante, creemos que si se tiene un horizonte de largo plazo, este instrumento cuenta con potencial de upside. A su vez, subimos en un 7% nuestra participación en el Fondo IEB Renta Fija Dólar, el cual cuenta con una cartera de bonos soberanos y corporativos de LATAM, así como también T-bills de Estados Unidos, lo que nos permite atenuar la volatilidad que puede atraer a la cartera el contexto argentino.

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Los futuros de Rofex continúan convalidando la posibilidad de un salto discreto en el dólar oficial para los meses siguientes, por lo que, mantenemos la creencia de que la demanda de instrumentos que cuenten con cobertura sobre el tipo de cambio A3500 continuará en aumento. Por lo tanto, sumamos a la cartera el bono Dual Febrero (TDF24) en un 12%, dado que actualmente presenta un rendimiento atractivo del 141% TNA. Así mismo, sostenemos nuestra posición en el Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked), dado que nos brinda la posibilidad de diversificar entre bonos corporativos y soberanos dólar linked, así como también con estrategias de sintéticos de dólar que permitan capturar la evolución del FX Oficial.

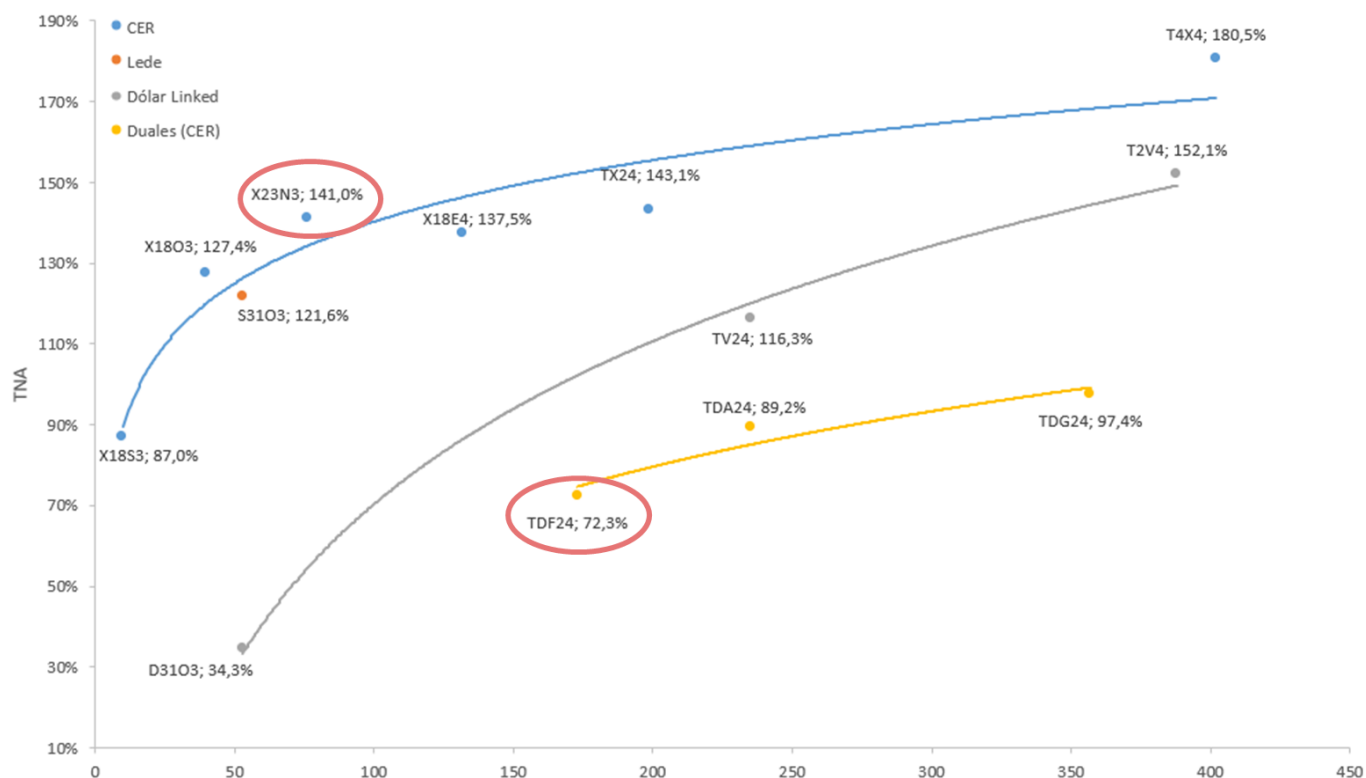
▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



A días de que el INDEC de a conocer el dato de inflación del mes de agosto, optamos por aumentar un 8% nuestra posición en instrumentos que ajustan por CER vía Lecer Noviembre (X23N3), siendo que

nos permite devengar intereses capturando el aumento en el nivel general de precios de agosto y septiembre con un rendimiento de **72,3% TNA**.

Curvas Pesos (TNA)



Fuente: IEB en base a Byma Data.

La cartera sugerida cuenta con una duration de 1,84 años para los activos en dólares y de 0,58 años para los instrumentos en pesos, siendo la duration de la cartera de 1,38 años.

Duration						
Moneda	%	%	Instrumento	Duration	Duration por moneda	Duration Total
USD	63%	28,0%	AL30	2,85	1,84	1,38
		35,0%	IEB Renta Fija Dólar	1,04		
ARS	37%	14,0%	Lecer X23N3	0,21	0,58	
		11,0%	IEB Renta Fija DL	1,18		
		12,0%	Dual Febrero (TDF24)	0,47		

PERFORMANCE DE LA CARTERA RENTA FIJA

La cartera de renta fija que detallamos la semana previa en nuestro weekly logró una rentabilidad de 0,47% en pesos, y dada la leve caída de 0,33% en el dólar CCL, resultó en un rendimiento de 0,80% en dólares.

El rendimiento de la cartera fue impulsado principalmente por los activos en pesos, con una suba de 2,03% para la Lecer Noviembre (X23N3) y de 0,17% por parte del Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked).

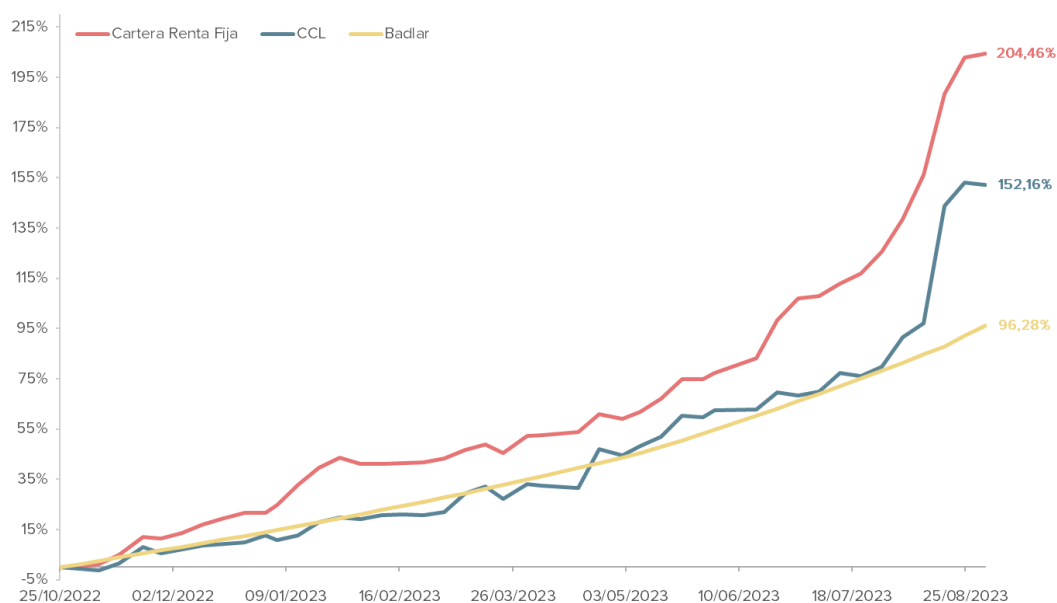
Por su parte, los rendimientos de los activos en dólares también mostraron variaciones positivas, con un rendimiento de 0,60% para el bono AL30 y de 0,20% para el Fondo IEB Renta Fija Dólar.

Rendimientos								
Moneda	%	% Instrumento	Rdto	Precio 25-Ago	Precio 01-Sep	Rdo x Moneda	Rdo Total	
USD	70%	42,0% AL30	0,60%	22.366	22.500	0,44%	0,47%	
		28,0% IEB Renta Fija Dólar	0,20%	1,026	1,024			
ARS	30%	6,0% Lecer X23N3	2,03%	125,35	127,90	0,54%		
		24,0% IEB Renta Fija (DL)	0,17%	28,176	28,225			

Con el rendimiento alcanzado en la última semana, la cartera de renta fija acumula un rendimiento del 34,96% para el mes de agosto, levemente por debajo del dólar CCL. No obstante, la cartera acumula un rendimiento de 150,44% desde comienzos de 2023, considerablemente por encima del rendimiento que obtuvo la tasa Badlar y el dólar CCL durante el mismo periodo.

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%	34,96%	150,44%
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	6,55%	6,60%	8,42%	7,34%	10,12%	72,21%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	8,59%	10,37%	5,52%	6,83%	40,17%	123,65%

Rendimiento de la cartera



BONOS SOBERANOS

La deuda soberana argentina muestra fuerte retrocesos esta semana en parte arrastrada por los mercados globales donde la deuda emergente también sufrió pérdidas, mientras que en el plano local los bonos soberanos habían mostrado avances dado que fueron utilizados como instrumentos de cobertura ante una nominalidad en ascenso, llevando a convalidar paridades muy alejadas de los fundamentals macro y la gran incertidumbre política en la que está inmerso el país. Esto hacía pensar que un sell-off como el que se vio era altamente probable una vez que los bonos habían alcanzado paridades en torno al 37-40%.

Desde los máximos alcanzados el 29 de agosto el Índice de Globales mostró una caída en torno al 8%, evolución que está acoplada con la del EMB, que durante este mismo periodo sufrió un retroceso de alrededor de 2%.

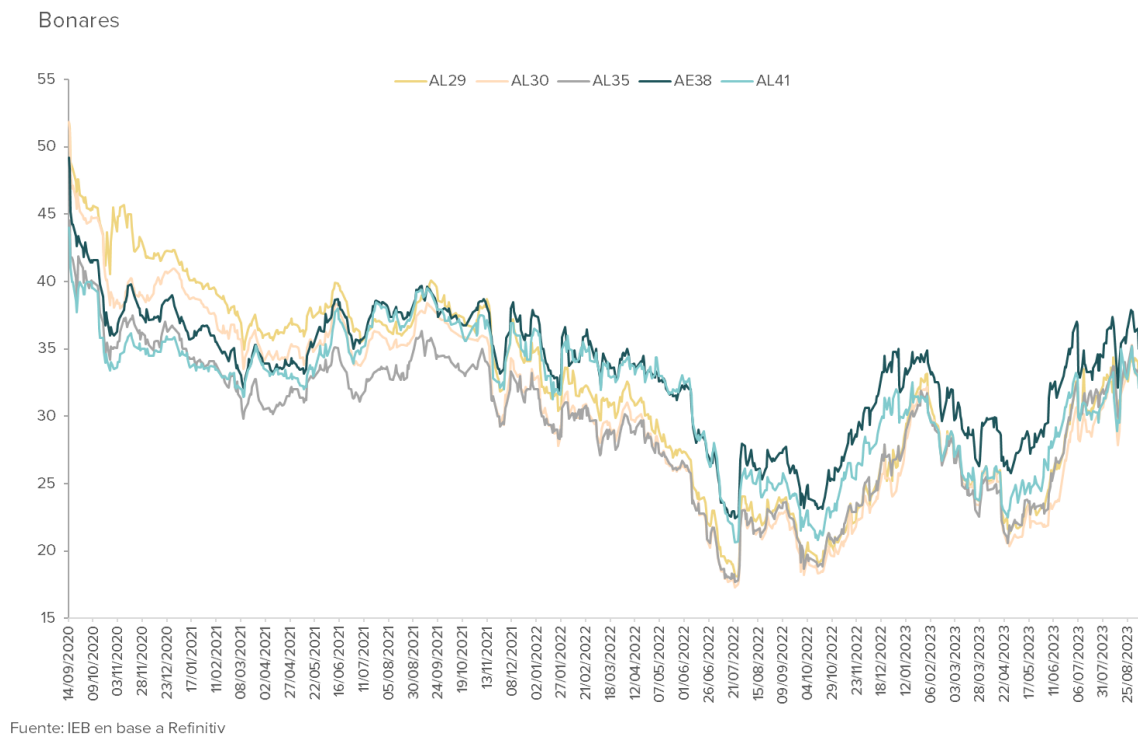
EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

En el plano internacional, la suba del petróleo volvió a revivir los temores de una suba de tasas por parte de la FED a dos semanas de que se reúna el FOMC. Frente a esto, los mercados globales registraron pérdidas, mientras que la deuda local no estuvo exenta de este efecto.

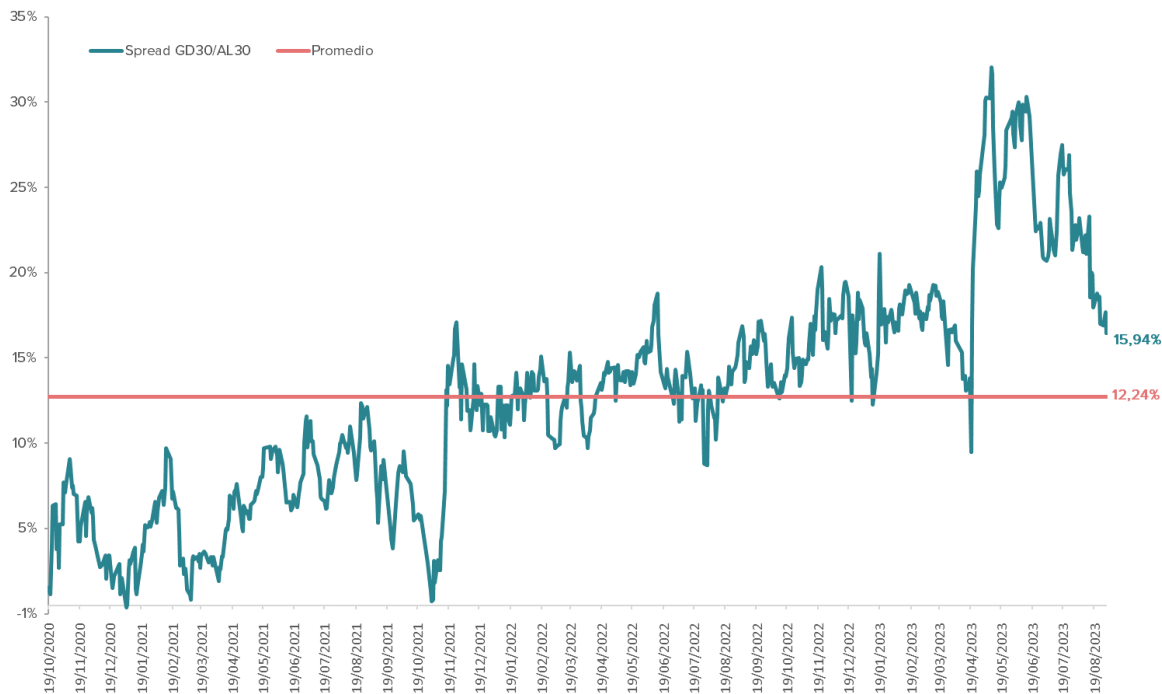
Mientras que en el plano local, los fundamentals macro deteriorados y la creciente incertidumbre política hacían suponer que los precios a la cual operaba la deuda soberana durante las últimas semanas era inconsistente, sólo justificada por el alto grado de encepamiento que hacía que los inversores busquen refugio frente a la nominalidad creciente en estos instrumentos.



Durante esta semana los bonares sufren caídas más pronunciadas en promedio en relación a los globales, mientras que los primeros caen en torno a 4,3% los últimos lo hacen en 2,3%.

Por otra parte, el spread de jurisdicciones entre el AL30 y su par con ley extranjera se mantuvo en torno a los 16% luego de la fuerte compresión que experimentaron en las semanas previas desde el 20% en que se encontraba a mediados de agosto. Previo a esto el spread se ubicó siempre por arriba del 20% durante los 5 meses anteriores.

Spread de Jurisdicción GD30/AL30



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

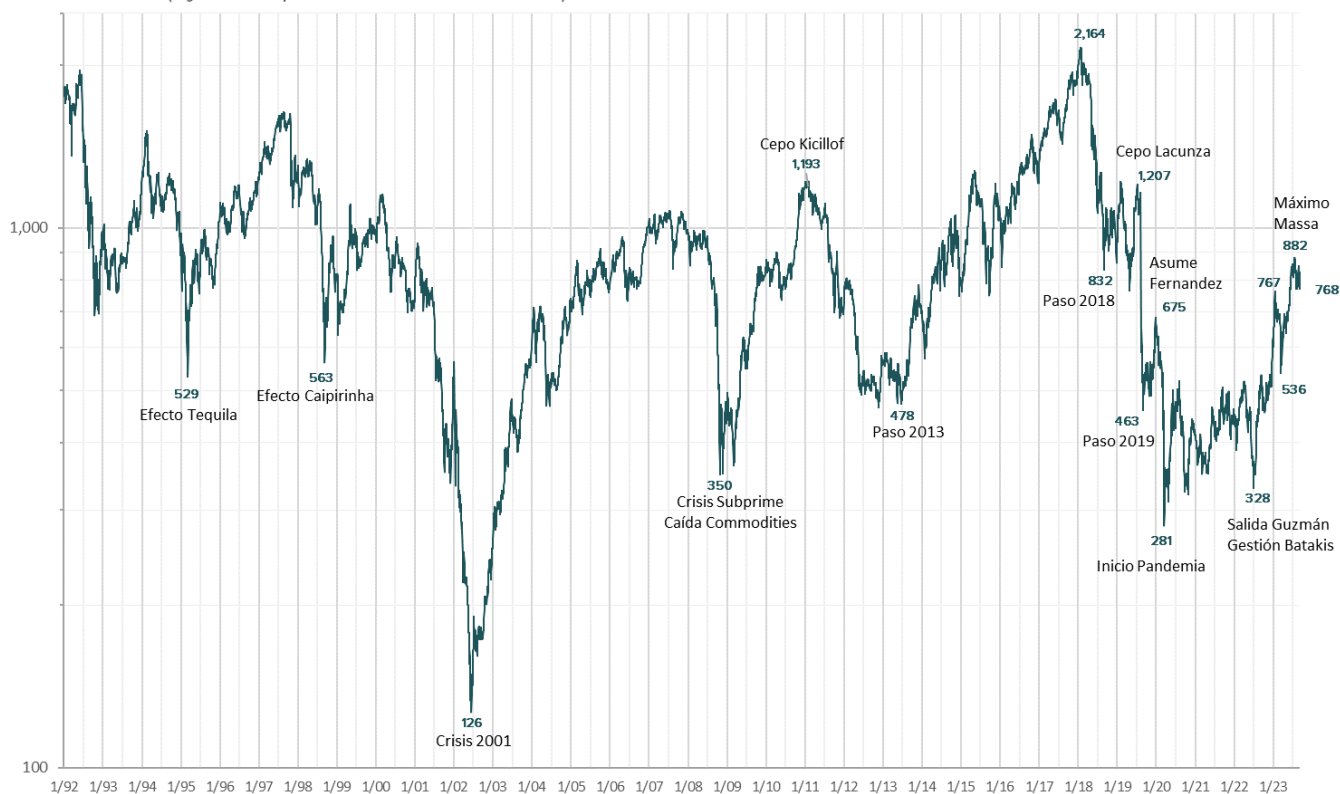
La percepción positiva luego de la elección, dada las altas probabilidades de que el próximo gobierno sea pro mercado, parecía haber sido uno de los drivers que empujó las cotizaciones de la deuda soberana sumado a la búsqueda de cobertura como mencionamos anteriormente. Mientras que la mayor incertidumbre que se originó con respecto a los planes económicos de algunos de los candidatos, un contexto internacional más hostil y el creciente deterioro de la macro parecen explicar la corrección de esta semana.

Con un programa de estabilización exitoso y una sucesiva serie de reformas que ponga al país en un sendero de crecimiento nuevamente, creemos que los retornos que traerían los bonos soberanos son importantes y nos hace mantenernos optimistas con respecto a la deuda con una mirada de largo plazo.

EQUITY ARGENTINO

En el [Weekly](#) de la semana pasada nos preguntamos hasta qué punto el mercado convalidaría cotizaciones alejadas de fundamentals para buscar cobertura; veíamos un “overshooting” de las cotizaciones. Finalmente, durante toda la semana los inversores comenzaron a evaluar el precio que estaban pagando por dicha cobertura, lo que dió lugar a un sell-off que redundó en un S&P Merval cayendo casi un 10% en USD CCL, caída que continúa hoy.

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



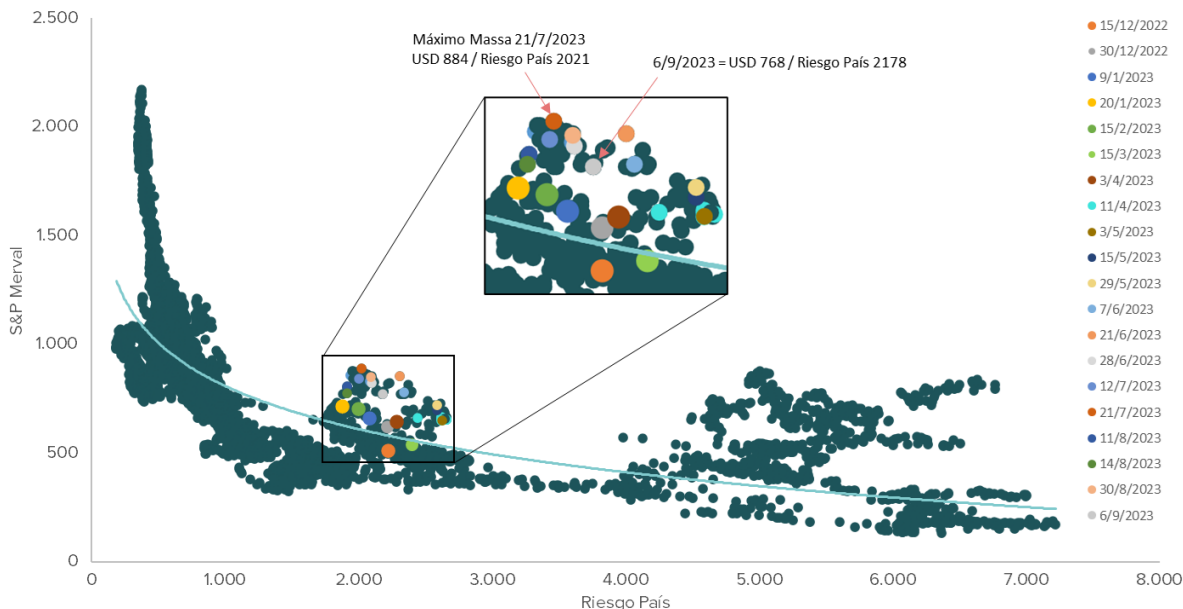
Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

¿Esto implica que el equity argentino perdió todo atractivo? **No a largo plazo, en el corto y a medida que nos vayamos acercando a las elecciones primarias (y balotaje) probablemente se vayan dando puntos de entrada más interesantes en la medida que la situación macro se pueda deteriorar y el ruido político se incremente. La resiliencia que tenga el mercado de equity argentino quedará condicionada al optimismo con que los inversores compren la idea de una “Argentina 2025 normalizada”.**

Dentro de la actual coyuntura, continuamos con la estrategia es sobreponderar segmentos que pueden hacer un mejor pass-through de inflación y/o devaluación: **materiales (ALUA, TXAR) y servicios: BYMA y el sector oil & gas que presenta drivers genuinos de crecimiento por el potencial de Vaca Muerta: VIST,**

YFPD, TGSU2, PAMP. En este contexto nos resulta riesgoso el sector bancario; vemos que cualquier plan que implique una normalización de las variables macro terminará por afectar de una forma u otra al sector.

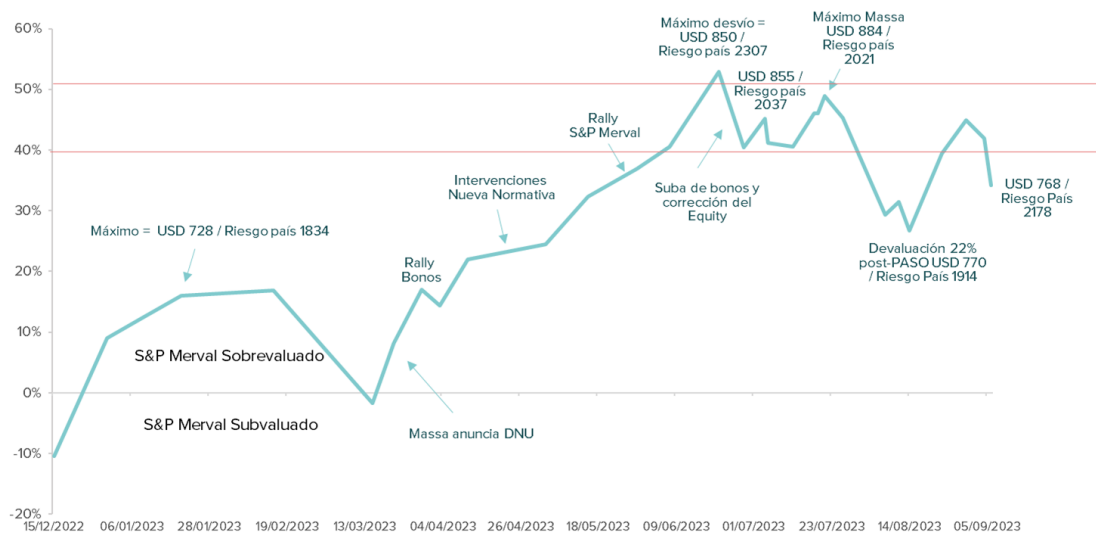
Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Analizando la relación entre el S&P Merval en USD y los niveles históricos de riesgo país se observa que aún cuando **el mercado percibe que el sector privado posee un nivel de “riesgo país” menor al que presenta Argentina como estado soberano**, la corrección de los últimos días fue más intensa en la renta variable que en la fija llevando el desvío a casi un 30% por sobre los niveles de riesgo país asociado.

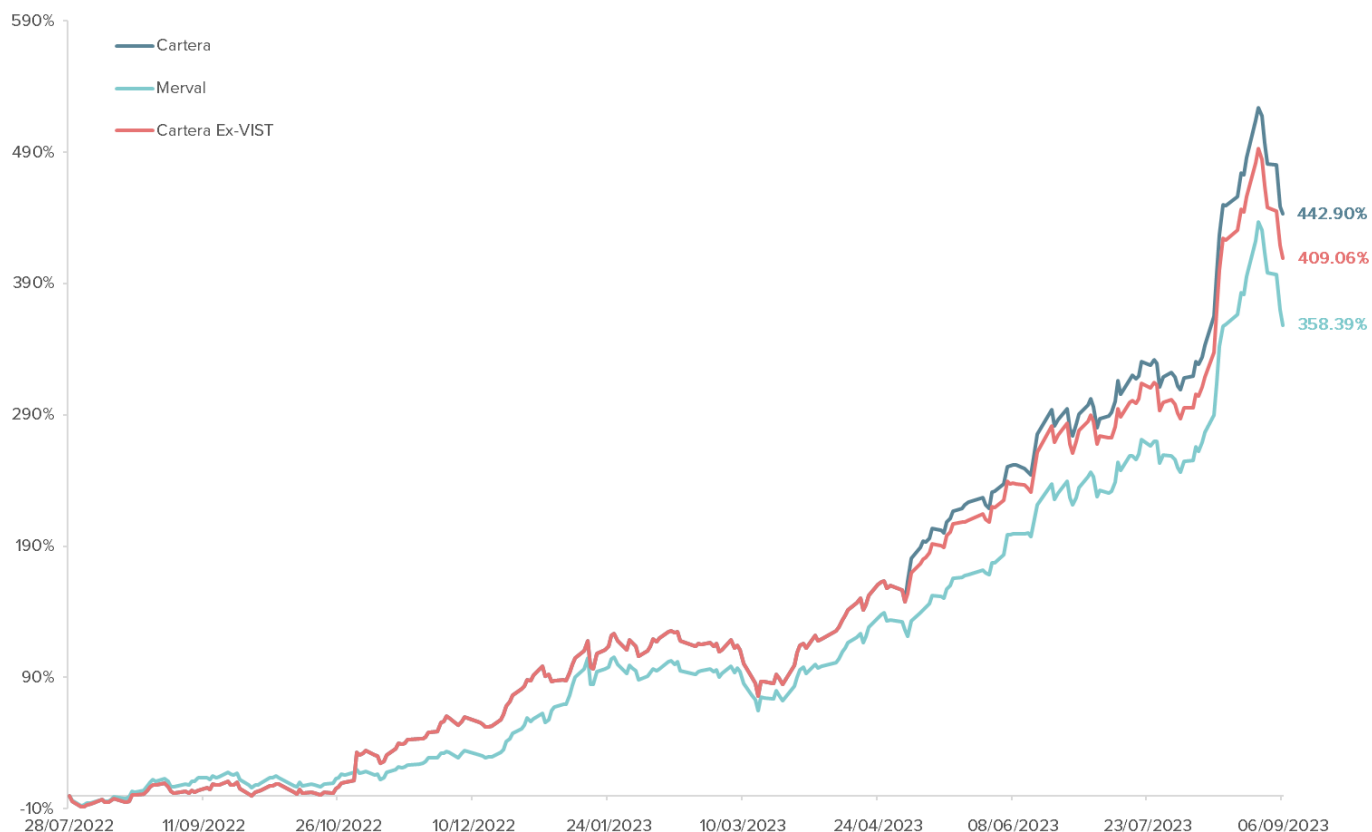
Desvío S&P Merval contra Correlación



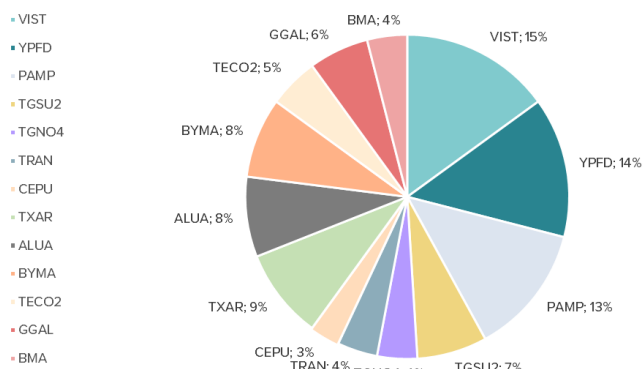
Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Dada la corrección del mercado y al estar sub ponderados en el sector financiero nuestra cartera de equity argentino continúa arrojando una performance superior a la de nuestro benchmark -el S&P Merval- situándose 846 bps por encima del rendimiento de dicho índice.

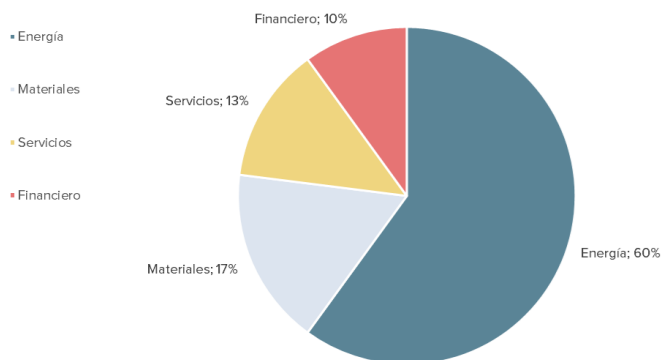
Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval



Cartera de Equity Argentino



Cartera de Equity Argentino por sector

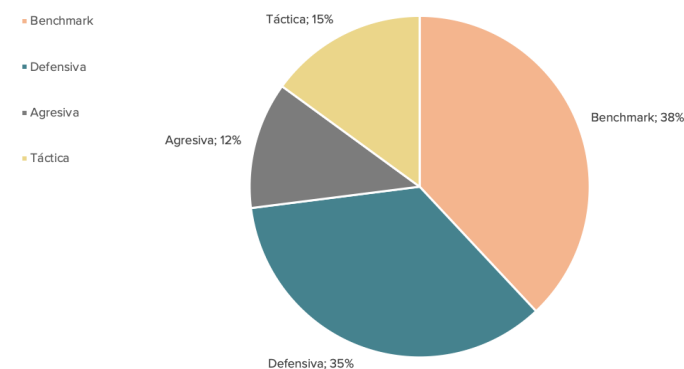


CARTERA DE CEDEARS

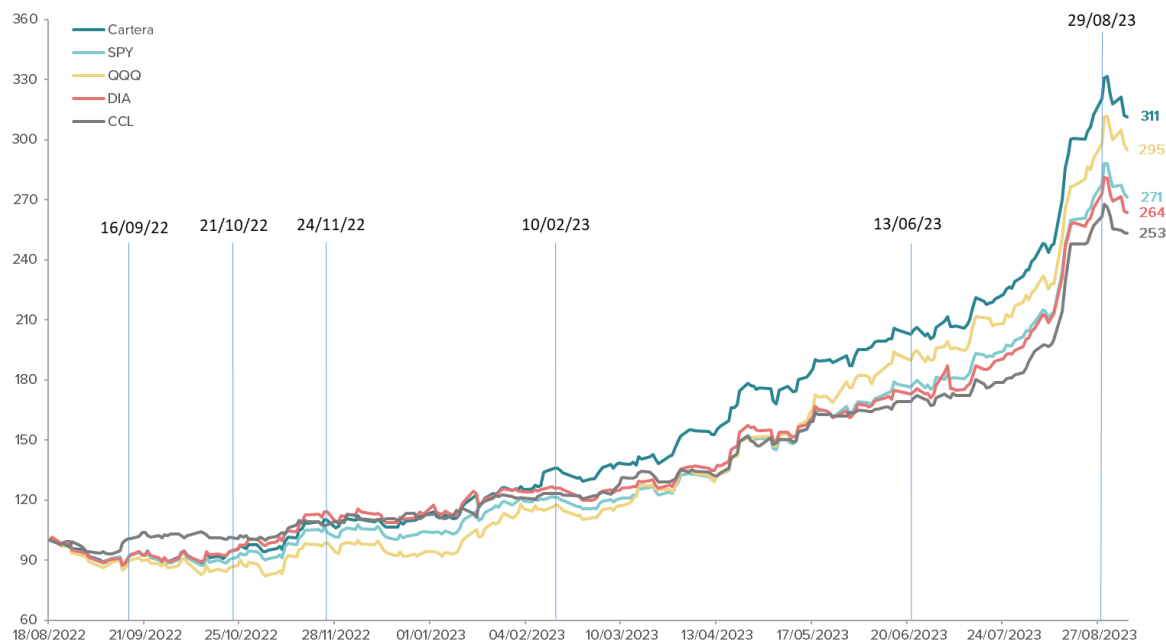
Finalmente el rendimiento semanal de la cartera de CEDEARs estuvo en línea con el movimiento del mercado de EE.UU. La cartera ha probado ser un excelente instrumento de cobertura de tipo de cambio pero, incluso, ha presentado un retorno mayor al de nuestro benchmark, el S&P 500 (SPY) y demás índices del mercado americano: Dow Jones Industrial (DIA) y Nasdaq-100 (QQQ).

	8/18/22	9/16/22	10/21/22	11/24/22	10/2/23	13/6/2023	29/8/23
Benchmark							
SPY	25%	25%	25%	25%	20%	25%	25%
BRKB	10%	10%	10%	10%	9%	10%	10%
DIS	-	-	-	5%	5%	3%	3%
Defensiva							
DIA	15%	15%	25%	25%	25%	20%	15%
UNH	-	-	-	-	-	-	5%
KO	12%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Agresiva							
QQQ	10%	15%	-	5%	-	8%	6%
MSFT	6%	5%	-	-	3%	-	3%
GOOGL	5%	5%	5%	-	3%	3%	-
META	-	-	5%	5%	3%	-	-
NVDA	-	-	0%	-	-	-	3%
TSLA	-	-	-	-	-	3%	-
Táctica							
XLE	7%	10%	10%	6%	-	4%	-
EWZ	10%	-	5%	-	-	-	-
EEM	-	-	-	-	7%	5%	-
BABA	-	-	-	-	-	4%	-
VIST	-	-	-	4%	10%	-	5%
TXR	-	-	0%	-	-	-	5%
MELI	-	-	-	-	-	-	5%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Cartera de CEDEARs por estrategia



Performance de la cartera CEDEARs vs Benchmark (SPY, QQQ, DIA y CCL)



Fuente: IEB en base a BymaData y Refinitiv

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>

IEB 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

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.