

14 de septiembre de 2023

# Argentina Weekly

## Vuelta a la tasa real negativa

El dato de inflación de agosto fue más alto de lo que esperábamos: **12,4%** contrariamente a lo que indicaría una correcta aplicación de política monetaria el central decidió no incrementar la tasa de interés. La lectura que hacemos es que claramente el gobierno nuevamente antepone la campaña a la situación macro. Así con una tasa de inflación incrementándose y manteniendo la tasa intacta volvemos a terrenos de tasas reales negativas.

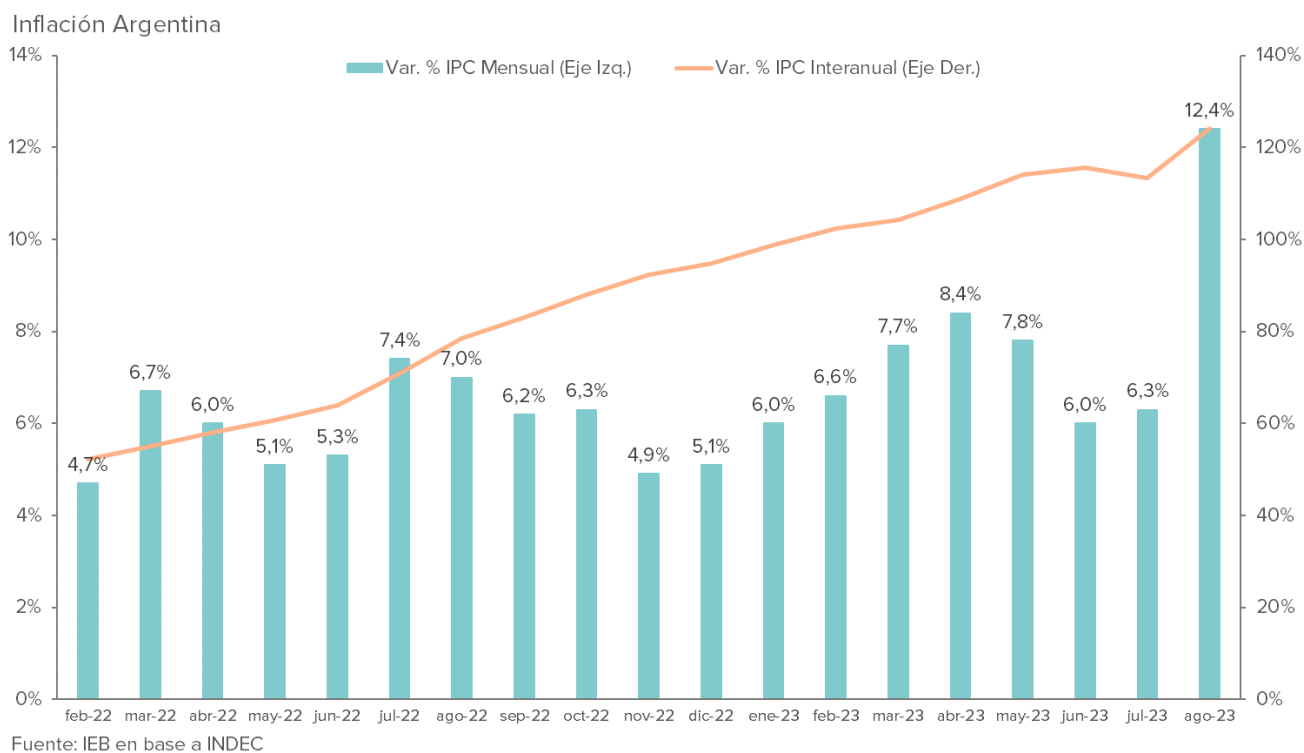
Esto no es una buena noticia para los dólares financieros que si bien han retrocedido sensiblemente, es una calma en medio de una tormenta. Ayuda el nuevo dólar soja, que aportando un 25% de lo liquidado al CCL le da cierto aire y las intervenciones para mantenerlo calmo pero seguramente a medida que nos acerquemos a las elecciones generales comience un nuevo período de volatilidad y alza. Son demasiados los pesos contra los dólares y una percepción de riesgo por parte de los inversores podría provocar una avalancha imposible de ser absorbida vía tasa o instrumentos indexados.

En ese contexto creemos que para capturar el escenario de un incremento en la nominalidad la lecer noviembre (X23N3) es el mejor instrumento. Luego, nos queda abordar un potencial salto discreto: ¿después de las generales? ¿Luego del balotaje? ¿Ya asumido el nuevo gobierno? nos queda bastante claro que dicho salto ocurrirá: el mercado de futuros lo pricea. El “cuando” es de difícil estimación puesto que depende de los resultados de las elecciones generales: nuestra tesis es que sin Massa en la contienda electoral en el corto plazo y hasta el recambio iríamos hacia un escenario “disruptivo”. En dicho escenario CCL y TDF24 son probablemente los mejores instrumentos. Con Massa dentro de la contienda hay cierta garantía de FXs financieros estables con lo cual el potencial salto discreto quedaría luego del balotaje (caso que gane Milei) o ya asumido el nuevo gobierno (caso que gane JxC) en dicho escenario, como mencionamos anteriormente hay espacio para hacer tasa vía la lecer noviembre sin dejar de cubrirnos con el bono dual TDF24.

**Luego de nueve ruedas de caída, el S&P Merval finalmente dió un respiro revirtiendo la tendencia.** No obstante, a corto plazo no vemos fundamentals sólidos para las compañías argentinas (a excepción de Oil & Gas y Materiales) y creemos que será un mercado que se moverá más como “cobertura”.

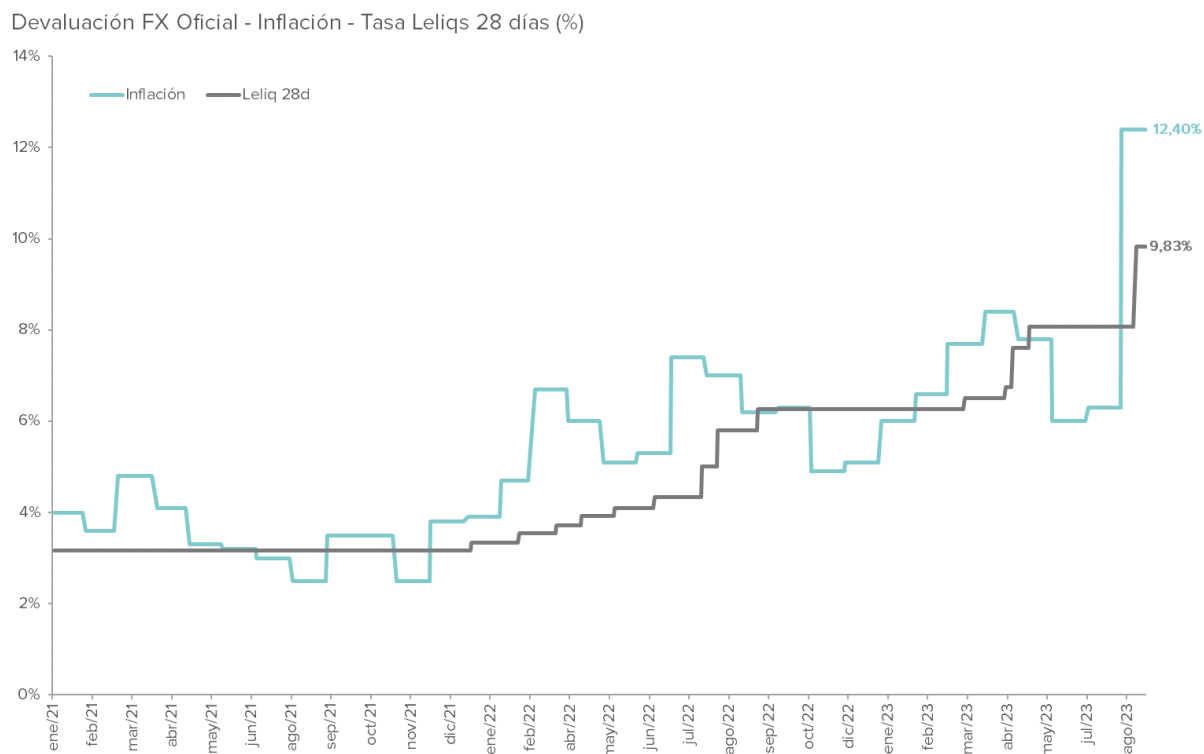
## ECONOMÍA

Ayer se dio a conocer el IPC Nacional correspondiente a agosto, dato que reflejó una alarmante variación de 12,4% con respecto al mes anterior y representó el mayor incremento mensual de precios de los últimos treinta años, evidenciando el impacto inflacionario de la devaluación aplicada el día posterior a las PASO. En este caso, el nivel de precios fue empujado en mayor medida por los rubros de Alimentos y bebidas no alcohólicas, Salud - ambos con variaciones por encima del 15% - y Equipamiento y mantenimiento del hogar. Al observar la división en categorías, el dato se torna aún más preocupante, dado que el aumento en el nivel general fue liderado por el IPC Núcleo, lo cual sumado al contexto actual de incertidumbre dada la cercanía a las elecciones presidenciales podría derivar en datos de inflación por encima del 10% para los próximos meses.



Frente a este elevado dato de inflación que dejó a las tasas de interés en terreno negativo y a las casi nulas probabilidades de una baja en la inflación, el directorio del BCRA se enfrentó a una decisión comprometedora: incrementar la tasa de referencia y cumplir con el pedido del FMI de sostener tasas reales positivas, o mantenerla en su nivel actual. La decisión final acabó siendo mantener la tasa de política monetaria sin cambios, con expectativas de una desaceleración de la inflación en el mes corriente, y dando lugar a una posible escapada de los pesos al dólar.

De esta forma, el gobierno busca limitar el deterioro del balance del BCRA que resultaría de incrementar la tasa, lo cual impactaría directamente sobre los pasivos remunerados y el déficit cuasifiscal, sumado al impacto sobre la actividad y el consumo.



Fuente: IEB en base a Mecon, Indec y BCRA

Continuando con los dólares, las cotizaciones financieras no sufrieron grandes variaciones luego de las caídas generalizadas que llevaron la brecha del 130% al 108%, sostenidos principalmente por la asistencia que le brinda el Dólar Soja al BCRA. En el contexto de este nuevo programa, la autoridad monetaria lleva acumulados USD 349 MM en septiembre, brindándole cierto aire para la intervención y el sostenimiento de la brecha en niveles “razonables”. Sin embargo, frente al contexto de inestabilidad macroeconómica, incertidumbre al alza a medida que nos acercamos a las elecciones, y con tasas reales negativas, no sería ninguna sorpresa observar en los próximos días incrementos en las cotizaciones, aunque muy posiblemente no hasta los niveles alcanzados inmediatamente luego de las PASO.

Brecha CCL/Oficial

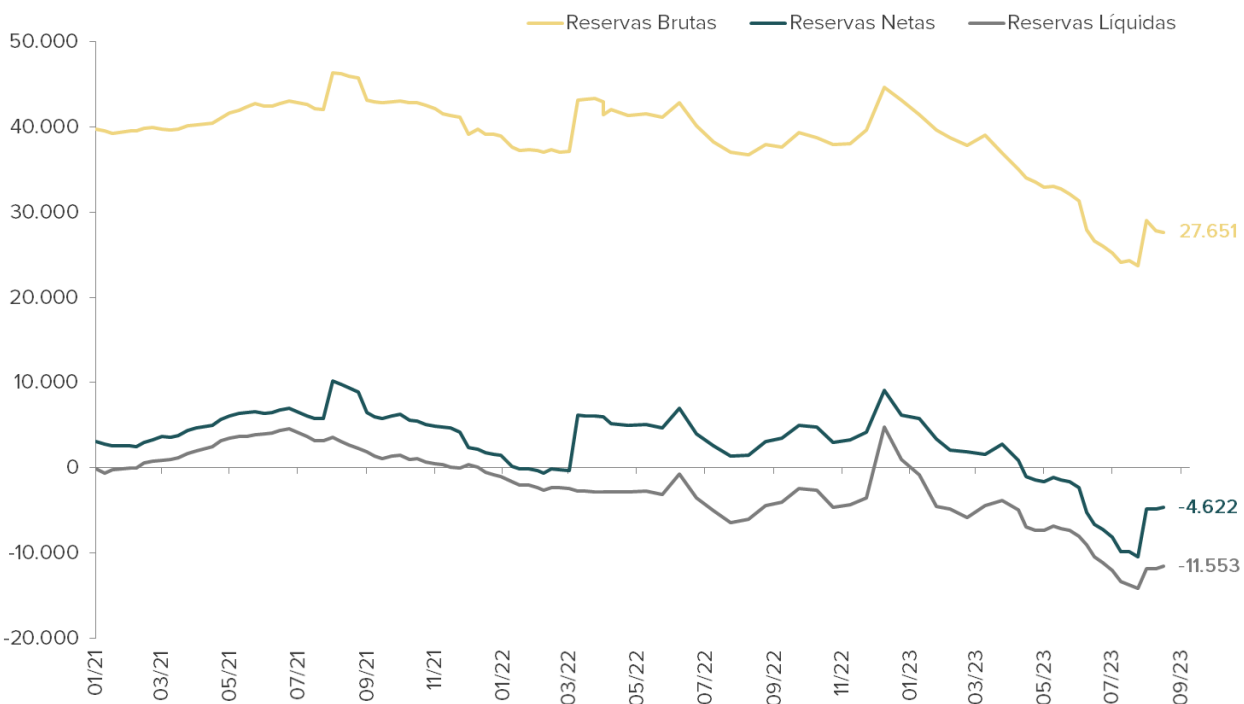


Fuente: IEB en base a Refinitiv y BCRA

El impacto de la quinta edición del Programa de Incremento Exportador se hizo notar no sólo en los dólares, sino también en las reservas internacionales. Los ingresos a través del dólar preferencial para agroexportadores, sumados a las compras en el MULC, le permitieron al BCRA sostener el nivel de reservas alcanzado luego de los desembolsos del FMI. Con datos del balance al 7/9 de la autoridad monetaria las reservas brutas se ubicaron en USD 27.651 MM, mientras que las reservas netas continúan negativas en alrededor de USD 4.600 MM.

De todas formas, dado lo previamente mencionado con relación a las tasas y el contexto macroeconómico, posiblemente se comiencen a observar ventas por parte del BCRA en el MULC en las semanas por venir en un esfuerzo de mantener las cotizaciones en raya, más aún a medida que nos acerquemos al fin del Dólar Soja y el mercado se vacíe de dólares.

## Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

Otra noticia de interés en la semana resultó ser el envío al Congreso de un proyecto para la modificación del impuesto a las ganancias que eximirá a más de 800.000 trabajadores de abonar el tributo, luego de la aplicación temporal por decreto de las modificaciones. El interrogante que surge con respecto a esta medida se relaciona con el impacto fiscal de la misma - significará una caída cercana a \$1 BB en la recaudación - y cómo este será compensado. Desde el ejecutivo se espera que como resultado de la exención del impuesto se observe una mejora en el consumo y la actividad, así como un incremento en la recaudación a través de impuestos a bienes importados y el impuesto PAIS. Más allá de lo esperado desde el gobierno, surge la posibilidad de que este nuevo déficit sea financiado con mayor emisión.

En el día de hoy el Tesoro está llevando a cabo la segunda licitación del mes pero la primera que se encontraba estipulada en el cronograma original. Enfrenta vencimientos por \$690.000 MM correspondientes casi en su totalidad a la Lecer septiembre (X18S3) y una porción menor a la lelite que representa alrededor de \$22.000 MM. Ofrece instrumentos CER, DL y Duales entre los que se encuentran dos títulos nuevos: Lecer enero, 4 bonos CER (T6X4, T4X4, T5X4 y TG25), un nuevo dual con vencimiento en junio 2024 y un nuevo bono DL con vencimiento en marzo 2025. Recordemos que en la primera licitación del mes en la que no había vencimientos asociados el Tesoro logró obtener financiamiento neto positivo por \$464.000 MM de los cuales el 60% fueron al TDG24 que salió con una tasa DL-8,3%.

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



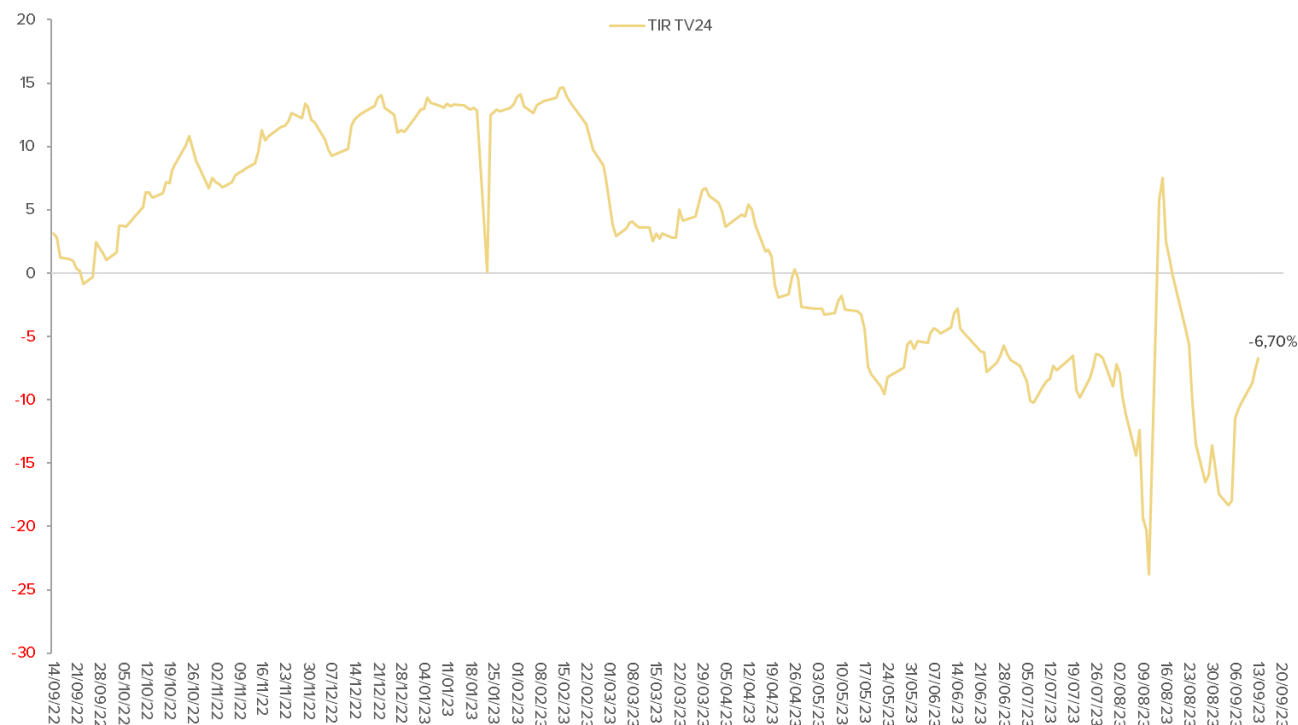
Fuente: IEB en base a Mecon

## DEUDA EN PESOS

La semana pasada todas las curvas de deuda soberana mostraron retrocesos, con los bonos CER cayendo 1,4%, los bonos DL 3,2%, los bonos duales 3,2% y la lede 0,8%. Entre los bonos DL y Duales puede haber influido las declaraciones de un potencial desdoblamiento cambiario que deslizó un referente económico de JxC, mientras que por otra parte todas las curvas parecen haber introducido en los precios la posibilidad de una suba en las tasas de las Leliqs que finalmente no se terminó dando.

Con respecto a los flujos hacia los FCI, la semana pasada vimos una salida de \$31.000 MM en los fondos T+1 y una salida de \$26.843 MM de los fondos Dólar Linked mientras que a los fondos CER ingresaron \$7.017 MM. En lo que va de la semana los T+1 tuvieron rescates por \$16.008 MM, los DL rescates por \$17.836 MM mientras que los CER muestran suscripciones por \$282 MM.

## TIR TV24



Fuente: IEB en base a Refinitiv

A continuación introducimos dos escenarios que van hasta diciembre del 2023 para estimar rendimientos de los activos a fin de año e intentar sacar algunas conclusiones a partir de ello. **El primer escenario** que planteamos es el de una transición ordenada donde el tipo de cambio oficial tiene una corrección luego de las elecciones de 15%, a partir de acá se realiza un crawling peg hasta el recambio presidencial luego del cual finalmente se realiza un salto discreto del tipo de cambio del 60%. **El segundo escenario** está asociado a un evento disruptivo que implica una devaluación del tipo de cambio oficial adelantado que se da luego de las elecciones generales y que sería del 50%.

**Para ambos escenarios la inflación proyectada durante los tres meses relevantes al efecto de este ejercicio (agosto, septiembre y octubre) son los mismos.** Por otra parte, tuvimos que hacer supuestos sobre las paridades a las cuales operarían los diferentes títulos luego del salto del tipo de cambio en diciembre, los cuales están detallados en la primera columna.

Escenario 1 - Ordenado						
Mes	Devaluación	Devaluación acumulada	TC Oficial	Inflación	Brecha	CCL
ago-23	0%		\$ 350,0	12,0%	129%	\$ 800,0
sep-23	0,0%	0,0%	\$ 350,0	13,0%	120%	\$ 770,0
oct-23	15,0%	15,0%	\$ 402,5	10,0%	120%	\$ 885,5
nov-23	12,0%	28,8%	\$ 450,8	12,0%	120%	\$ 991,8
dic-23	60,0%	106,1%	\$ 721,3	12,0%	100%	\$ 1.442,6

Exit yields	Instrumentos	TEAs
5%	TDF24	787,78%
-3%	TX24	252,12%
12%	TV24	730,88%
-1%	X18E4	241,53%
al vto	X23N3	254,97%
al vto	D31O3	189,44%
al vto	S31O3	219,71%
	CCL a Dic (brecha 60%)	301,68%
	CCL a Dic (brecha 80%)	400,58%
	CCL a Dic (brecha 100%)	517,11%

En este primer escenario, entre los títulos analizados tenemos como ganador al TDF24 que sería el activo que mejor lograría capturar la devaluación del tipo de cambio oficial que ocurre en diciembre, seguido por el TV24. También podemos observar que bajo este escenario el CCL brindaría rendimientos considerables si asumimos que se mantiene el cepo y que la brecha cambiaria sigue siendo importante. Con una brecha a partir del 60%, el CCL ya se ubicaría como el tercer mejor activo en esta simulación.

Por otra parte cabe destacar que entre los activos de menor duration la Lecer noviembre presenta retornos muy superiores al resto, incluso entre todos los activos CER es la que ofrece los mejores retornos.

Escenario 2 - Disruptivo						
Mes	Devaluación	Devaluación acumulada	TC Oficial	Inflación	Brecha	CCL
ago-23			\$ 350,0	12%	114%	\$ 750,0
sep-23	0,0%	0,0%	\$ 350,0	13%	120%	\$ 770,0
oct-23	50,0%	50,0%	\$ 525,0	10%	130%	\$ 1.207,5
nov-23	15,0%	72,5%	\$ 603,8	25%	130%	\$ 1.388,6
dic-23	10,0%	89,8%	\$ 664,1	20%	100%	\$ 1.328,3



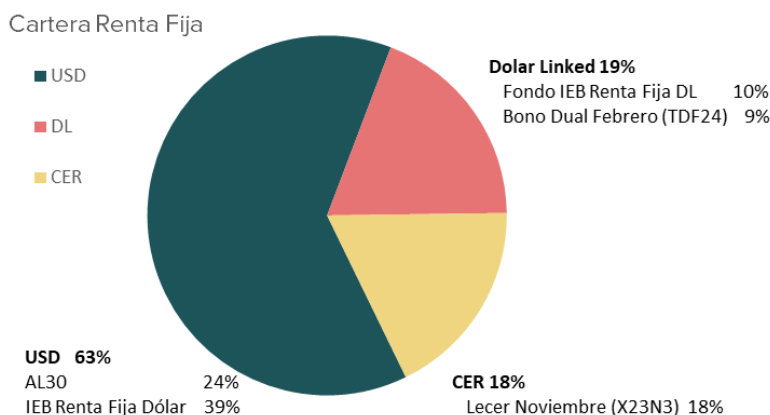
Exit yields	Instrumentos	TEAs
5%	TDF24	587,43%
-3%	TX24	252,12%
12%	TV24	539,91%
-1%	X18E4	241,53%
al vto	X23N3	254,97%
al vto	D31O3	2082,9%
al vto	S31O3	219,71%
	CCL a Dic (brecha 60%)	221,91%
	CCL a Dic (brecha 80%)	294,79%
	CCL a Dic (brecha 100%)	380,78%

En cambio si asumimos que el salto del tipo de cambio ocurre en octubre vemos que el activo ganador es la letra Dólar Linked (D31O3) seguido por el TDF24 que si bien presentaría un menor rendimiento a diciembre con respecto al primer escenario, el mismo seguiría siendo considerable. Con respecto a los activos CER las conclusiones no cambian porque la inflación para los meses relevantes para este ejercicio sigue siendo la misma respecto que en el primer escenario.

Si bien altas fuentes relacionadas al BCRA parecen haber negado la posibilidad de una suba de tasas, nosotros preferimos evitar instrumentos tasas fijas y colocarnos en activos CER cortos que empezarán a devengar tasas efectivas anuales en torno al 306% con el último dato de inflación, específicamente nos inclinamos por la Lecer noviembre (X23N3). Con respecto a los instrumentos atados al dólar oficial optamos por el TDF24 mientras que vemos muy atractivo el sintético DL que se arma comprando Dólar Futuro Rofex a octubre y la lecer noviembre X23N3. Esta opción actualmente se encuentra rindiendo aproximadamente DL+10%. Creemos que puede haber algo de espacio para hacer tasa en el corto plazo y estos son los instrumentos que más nos gustan para este fin.

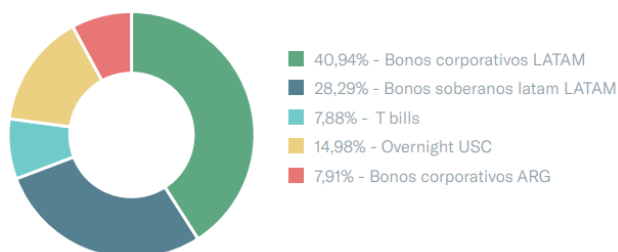
## CARTERA RENTA FIJA

Ante la situación macroeconómica que detallamos previamente, y con los dólares financieros mostrando cierta estabilidad en los últimos días, mantenemos nuestra preferencia por asignar el 63% de la cartera a instrumentos en dólares y el 37% restante en activos en pesos.



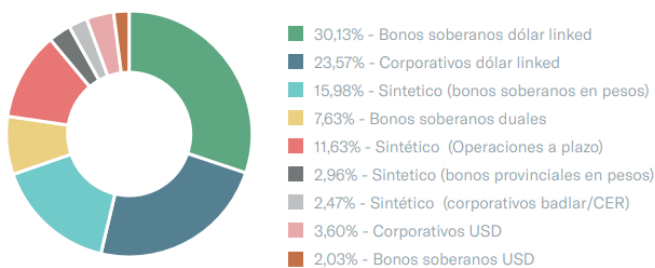
En cuanto a los activos en dólares, continuamos reduciendo la proporción en cartera del bono AL30 en un 4%, ya que vemos conveniente moderar la posición en este instrumento para el corto plazo dado los actuales niveles de paridad que giran en torno al 31%. Sin embargo, si se tiene un horizonte de inversión a largo plazo, aún continúa mostrando potencial de upside, y dadas las regulaciones en vigencia, creemos que continúa siendo un instrumento de dolarización atractivo. El 4% lo sumamos al Fondo IEB Renta Fija Dólar, de modo que nos permite reducir el riesgo local a través de un portfolio compuesto por bonos soberanos y corporativos de LATAM, así como también bonos del tesoro de Estados Unidos.

#### ▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



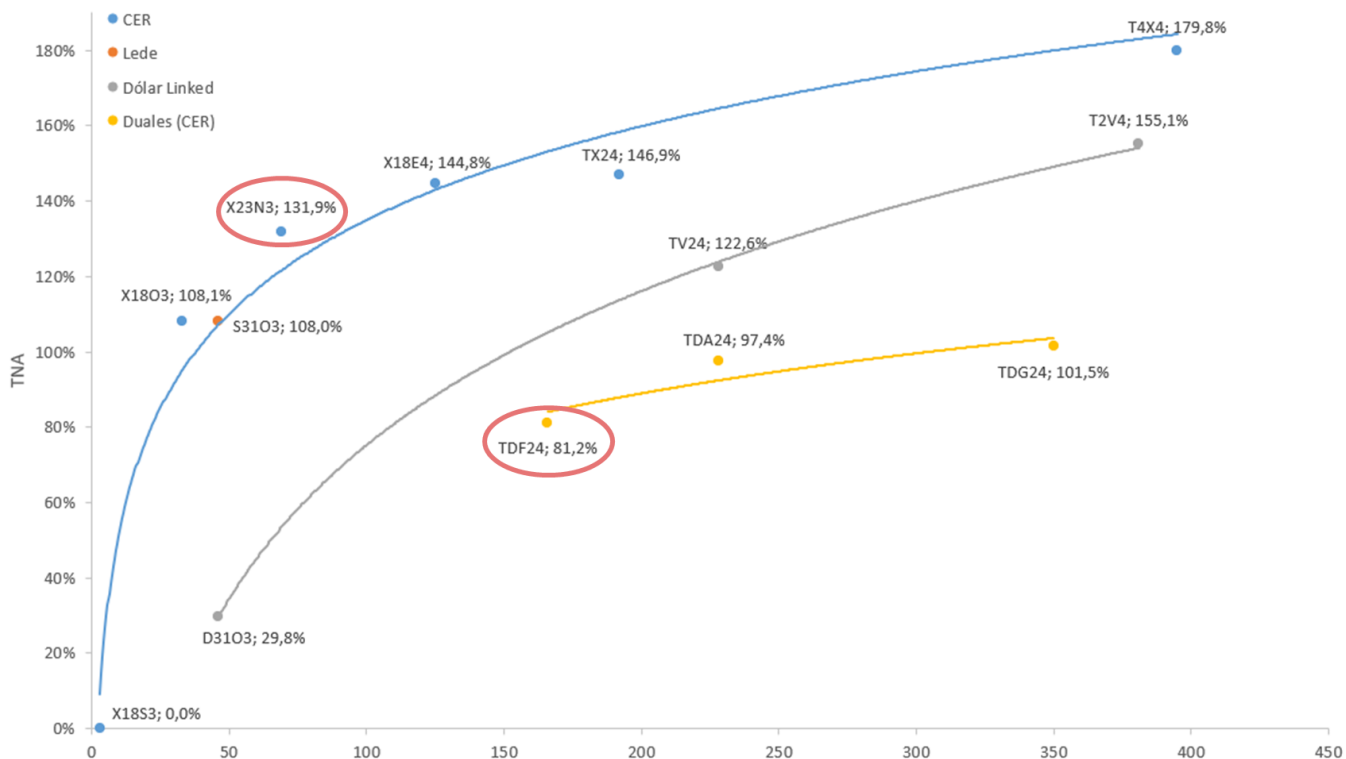
Los futuros de dólar mantienen su convicción frente a un salto discreto en el FX Oficial para el periodo post elecciones generales, lo que nos lleva a mantener nuestra preferencia por instrumentos dólar linked. Por lo tanto, mantenemos un 10% en el Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked), ya que, nos permite capturar la evolución del dólar A3500 a través de una cartera de bonos soberanos y corporativos dólar linked, a la vez que mantiene estrategias con sintéticos de dólar. A su vez, conservamos un 9% en el bono Dual Febrero (TDF24), considerando que aún muestra un rendimiento atractivo del 81,2% TNA.

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Finalmente, tras el dato de inflación de 12,4% para el mes de agosto, vemos atractivo acompañar el aumento de la nominalidad vía instrumentos que ajustan por CER, asignando un 18% a la Lecer Noviembre (X23N3), que actualmente ofrece un rendimiento de 131,9% TNA.

Curvas Pesos (TNA)



Fuente: IEB en base a Byrna Data.

Con los activos mencionados, la cartera alcanza una duration de 1,21 años, siendo de 1,61 años la duration de los activos en dólares y de 0,52 años para los activos en pesos.

Duration						
Moneda	%	%	Instrumento	Duration	Duration por moneda	Duration Total
USD	63%	24,0%	AL30	2,79	1,61	1,21
		39,0%	IEB Renta Fija Dólar	0,89		
ARS	37%	18,0%	Lecer X23N3	0,19	0,52	
		10,0%	IEB Renta Fija DL	1,17		
		9,0%	Dual Febrero (TDF24)	0,45		

## PERFORMANCE DE LA CARTERA RENTA FIJA

La cartera que presentamos en nuestro weekly anterior mostró una caída de 3,61% en pesos durante la semana previa, sin embargo, el dólar CCL retrocedió 4,70% durante el mismo periodo, dejando un rendimiento de 1,14% en dólares para nuestra cartera.

Si bien los rendimientos de los activos en su conjunto fueron negativos, aquellos que mostraron ser más defensivos se encontraron en la parte de la cartera denominada en pesos, siendo la Lecer X23N3 la que mostró la menor caída en el periodo con una baja de 1,25%, seguido por el Fondo IEB Renta Fija Dólar Linked con una caída de 2,46%.

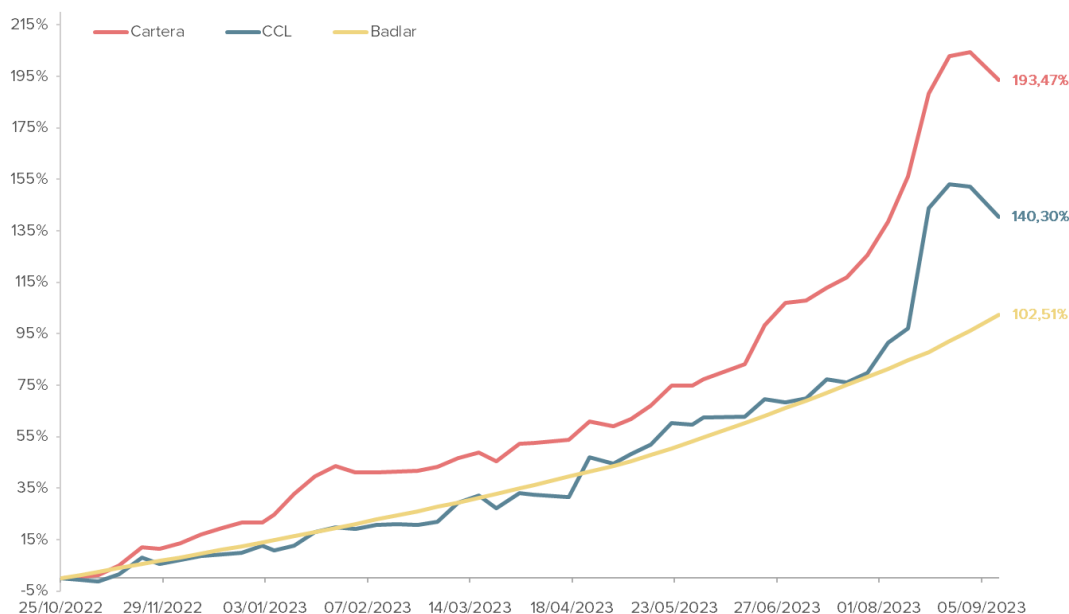
Por el lado de los activos en dólares, las bajas fueron de 3,65% para el Fondo IEB Renta Fija Dólar y de 4,57% para el bono soberano AL30.

Rendimientos								
Moneda	%	%	Instrumento	Rdto	Precio 01-Sep	Precio 08-Sep	Rdo x Moneda	Rdo Total
USD	63%	28,0%	AL30	-4,57%	22.200	21.185	-4,06%	-3,61%
		35,0%	IEB Renta Fija Dólar	-3,65%	1,024	1,023		
ARS	37%	14,0%	Lecer X23N3	-1,25%	127,90	126,30	-2,86%	
		11,0%	IEB Renta Fija (DL)	-2,46%	28,225	27,530		
		12,0%	Bono Dual Feb. (TDF24)	-5,09%	40.100	38.060		

Con la caída que detallamos, la cartera comienza el mes de agosto en rojo, por debajo del rendimiento de la tasa Badlar y 1,09% por encima del dólar CCL. No obstante, si se observa el rendimiento YTD de la cartera que proponemos semana a semana, la misma acumula una rentabilidad de 141,4%, significativamente por encima del rendimiento de la tasa Badlar y el dólar CCL durante el mismo periodo de tiempo.

Retornos Mensuales												YTD
	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23	ago-23	sep-23	
Cartera	11,31%	9,19%	18,13%	-1,29%	7,53%	4,45%	9,78%	18,52%	8,92%	34,96%	-3,61%	141,40%
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	6,55%	6,60%	8,42%	7,34%	10,12%	3,17%	77,67%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	8,59%	10,37%	5,52%	6,83%	40,17%	-4,70%	113,13%

Rendimiento de la cartera



## BONOS SOBERANOS

Luego de una semana en la que los bonos soberanos mostraron fuertes bajas, durante las últimas ruedas se detuvo esta tendencia y la deuda argentina hard dollar vuelve a mostrar en lo que va de la semana un leve avance en torno al 0,5%. Desde los máximos valores alcanzados hacia finales de agosto la caída que sufrió la deuda soberana fue de 10% en promedio con los bonares cayendo en mayor medida que los globales, los primeros lo hicieron en 11,3% frente a 9,8% de los títulos con ley extranjera.

Los activos argentinos operan disociados de los bonos emergentes durante este periodo en el cual estos últimos lateralizaron con un índice EMB en torno a USD 85, mostrando que el factor idiosincrático sigue teniendo una alta preponderancia en el comportamiento de la deuda local sobre la cual impactó la percepción de un mayor riesgo por Argentina en las últimas semanas.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

El mercado quizás haya incorporado a sus expectativas que el próximo gobierno recibirá una situación sustancialmente más complicada de lo que se podía llegar a pensar meses atrás, con una nominalidad al borde del descontrol, un gran carga de emisión contenida en los pasivos remunerados, las reservas en una situación crítica y un déficit fiscal que será más difícil de corregir luego de las medidas anunciadas durante las últimas semanas por el gobierno. Todo esto hará que lograr la estabilización de la economía represente un desafío mucho mayor y que el margen de maniobra se reduzca considerablemente dado el ritmo al que corren los precios sumado a una situación social en estado crítico.

Las propuestas de la LLA no hacen otra cosa que agregar incertidumbre en este contexto. Las reformas que proponen son extremas y tienen asociadas muchos riesgos, a la vez que no se conoce con claridad los detalles de su implementación ni el tiempo en que se llevarán a cabo. Por otro lado, requieren de un gran respaldo político en el Congreso con el cual difícilmente cuente el próximo año.

AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value

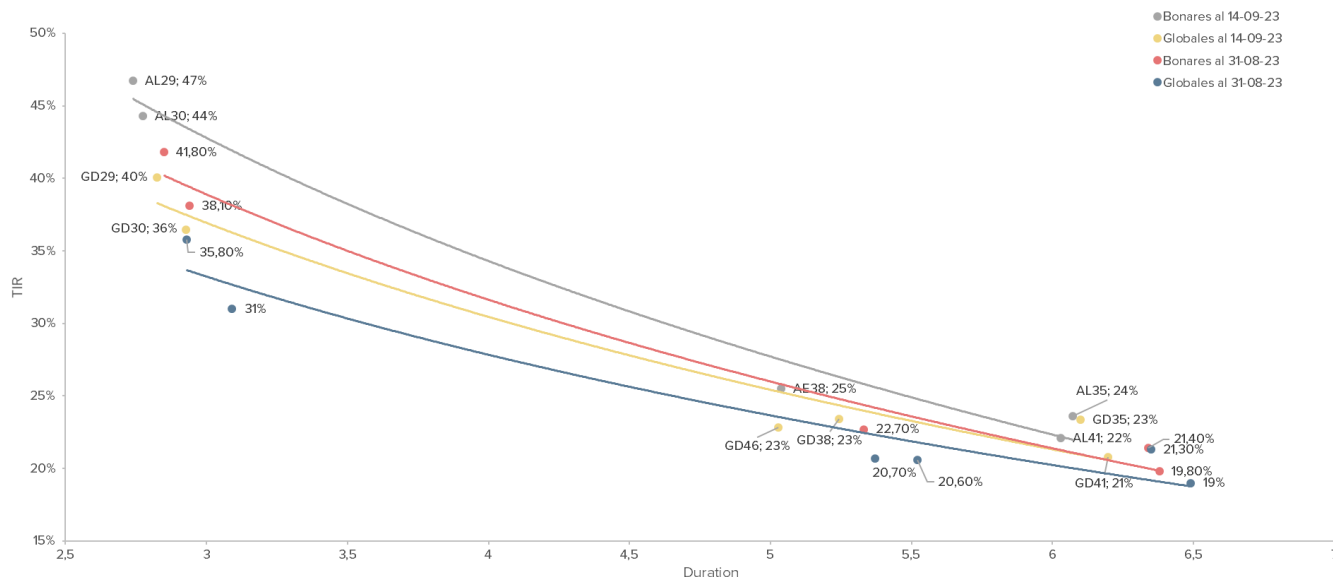


Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por otra parte, el AL30 que había alcanzado los USD 35 a finales de agosto retrocede a niveles de valores de recupero ubicándose actualmente en USD 31, volviendo a ofrecer un buen punto de entrada para aquellos que con una mirada de largo plazo apuesten a que el país retome un sendero de estabilidad a partir del recambio de gobierno.

Con respecto al spread de jurisdicciones de este título con respecto a su par Ley NY, el mismo se ubica en torno a 16%, niveles similares a los que venimos observando desde finales de agosto. Recordemos que el promedio histórico de dicho spread se ubica en 12,30%.

Curva de Bonos Soberanos



Fuente: IEB en base a ByMADData.

**Creemos que esta fuerte baja en las paridades de los bonos soberanos puede ofrecer un buen punto de entrada, si bien la volatilidad continuará siendo alta todo este año y podrían encontrarse puntos aún mejores. Seguimos teniendo preferencia por el AL30 que muestra ser el título más defensivo frente a escenarios adversos y ofrece el mayor potencial de suba en los escenarios más constructivos.**

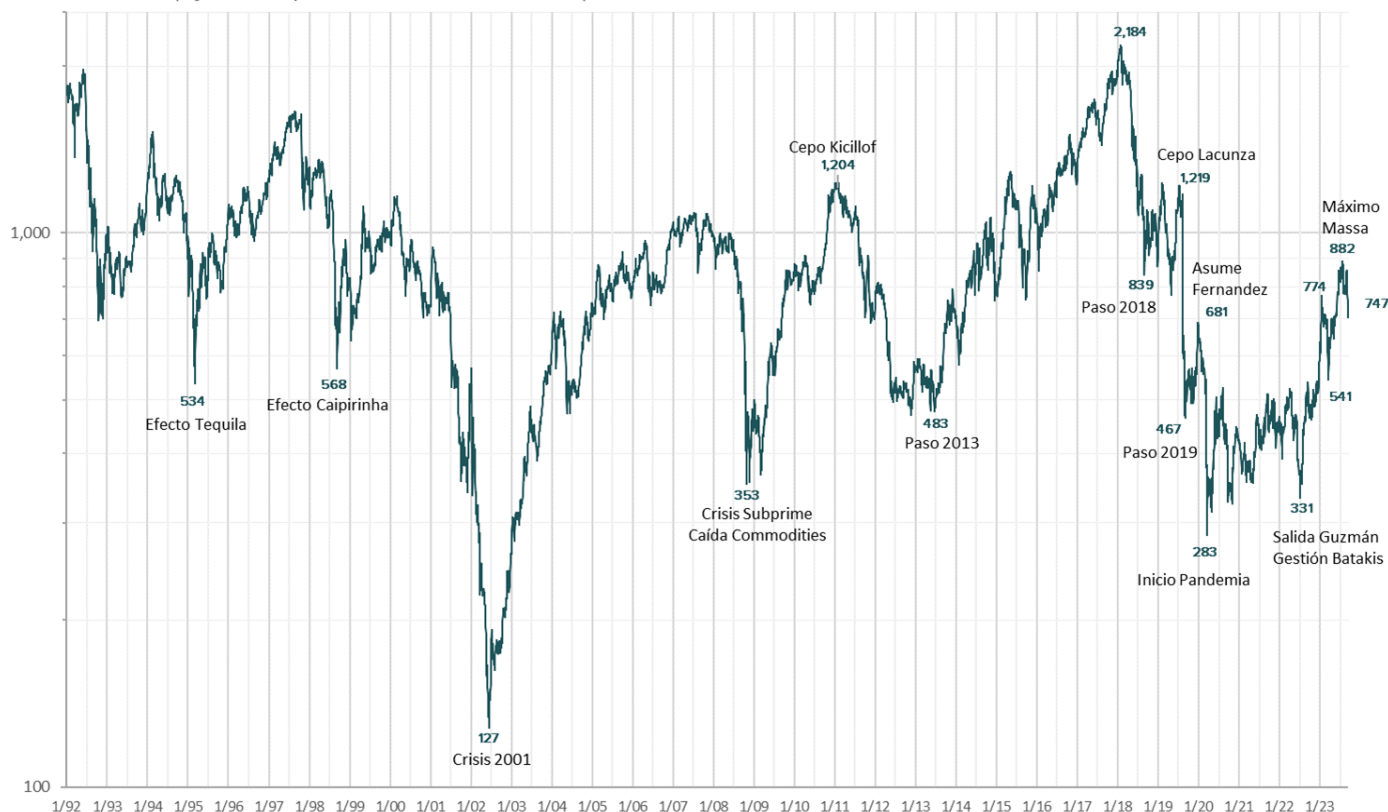


## EQUITY ARGENTINO

Luego de nueve ruedas consecutivas de caídas finalmente el S&P Merval hizo piso en los USD 703 puntos para rebotar un 6% hasta los USD 747. Hacia adelante creemos que el comportamiento del índice vendrá dado más por búsqueda de cobertura que por una modificación en los fundamentales. En este contexto macroeconómico complejo y ruido político son pocos los sectores que hoy presentan drivers genuinos.

Como venimos sosteniendo creemos que el sector Oil & Gas (PAMP, VIST, TGS, YPF) -a pesar del cap impuesto por el gobierno al barril criollo de USD 56- presenta un gran potencial de desarrollo. Así mismo nos gustan las acciones del sector Materiales (ALUA y TXAR) por su alta correlación con el tipo de cambio y ByMA por sus características que le permiten hacer un buen pass-through de la inflación y/o devaluación.

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



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

El sell-off afectó principalmente al sector financiero y las reguladas ajustando el P/E del S&P Merval de 33x el 29/8 a 20x al cierre de ayer y el P/BV de 3x a 2x en el mismo período.

## S&amp;P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

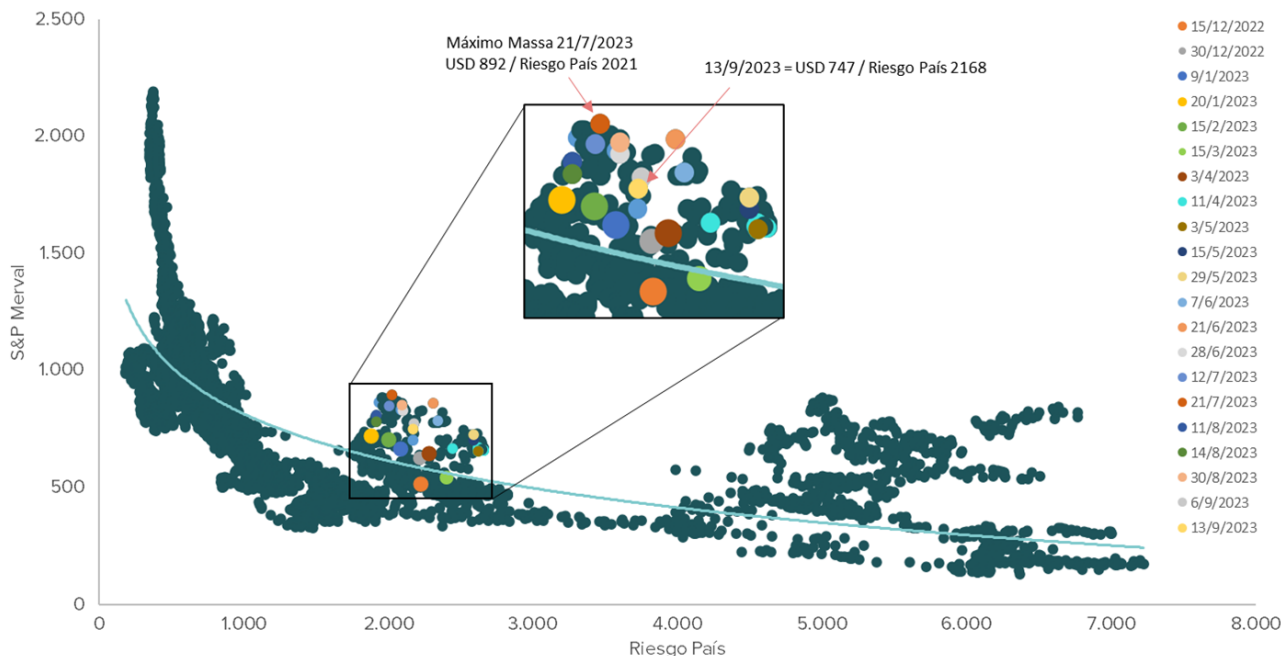
## S&amp;P Merval Price to Book Ratio



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

El sell-off afectó fuertemente la sobrevaluación que venía presentando el S&P Merval en USD frente a los niveles históricos de riesgo país acercándose a niveles más acordes al riesgo país observado.

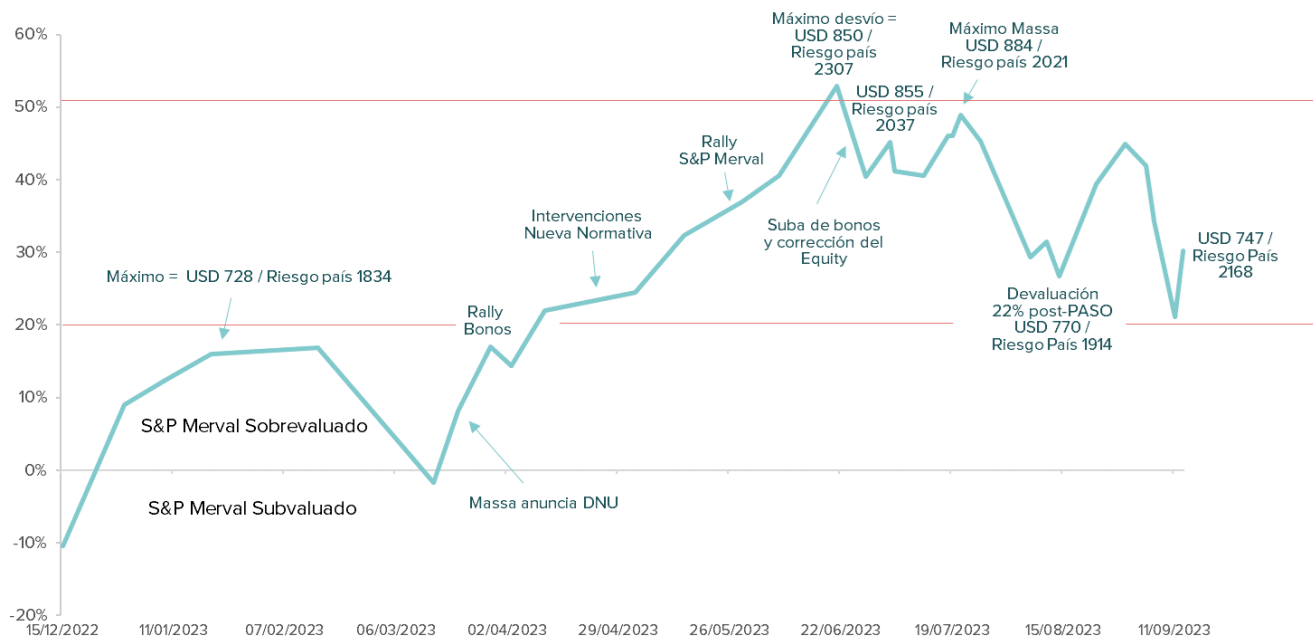
Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Casi tocando un 20% de sobre-valoración por sobre los niveles de riesgo país asociado seguimos sosteniendo que **el mercado percibe que el sector privado posee un nivel de riesgo menor al soberano y, en consecuencia, creemos que ese 20% es un nivel piso.**

Desvío S&P Merval contra Correlación



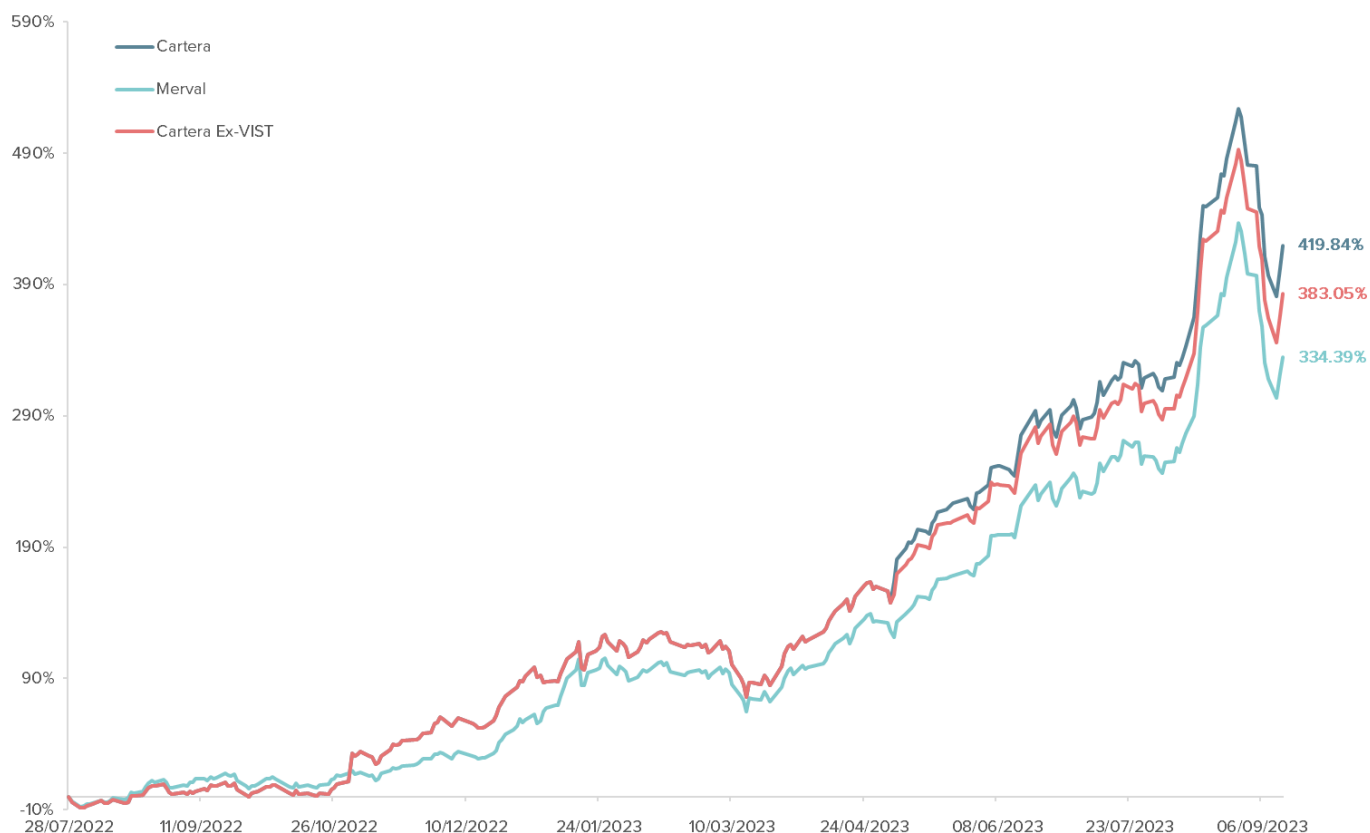
Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

No obstante, en el corto plazo vemos un índice que se verá influenciado por la evolución que tenga la deuda soberana y la búsqueda de cobertura por parte de los inversores. En este contexto es difícil esperar un S&P Merval por encima de los USD 850 puntos -no existen fundamentals sólidos y el mercado ya ha demostrado que se encuentra dispuesto a pagar cobertura hasta cierto límite de sobre-valoración.

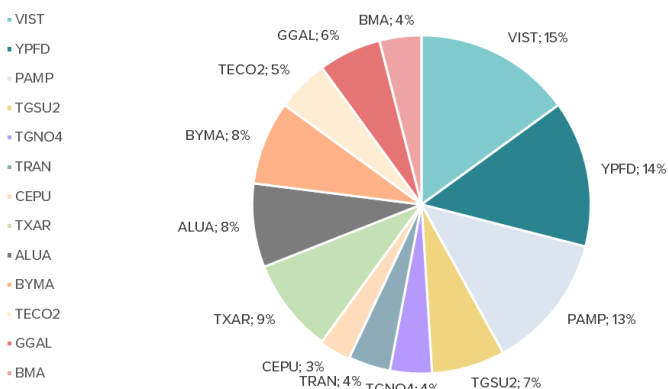
Por otro lado, podrían darse nuevos ajustes impulsados por una evolución negativa de la deuda soberana aunque consideramos que difícilmente ese 20% de premio mencionado anteriormente sea perforado.

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 849 bps por encima del rendimiento de dicho índice.

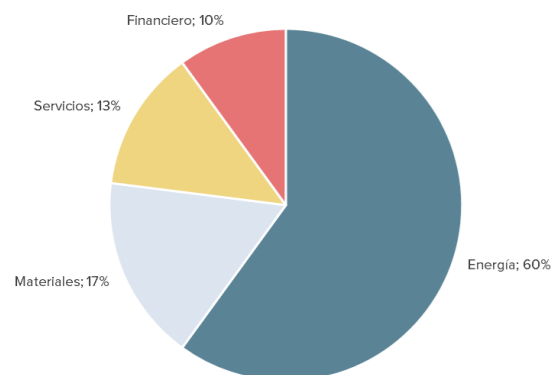
Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval



Cartera de Equity Argentino



Cartera de Equity Argentino por sector



## Bonus Track: El fallo YPF

**Esta semana se conoció la decisión final de la jueza Loretta Preska sobre el juicio que había iniciado Burford Capital por la expropiación de YPF.** Recordemos que la jueza primeramente falló considerando que la contingencia debía ser afrontada por el estado argentino y no la empresa; es decir, YPF quedaba fuera de toda discusión.

Lo que quedaba pendiente era el monto por el cual la Argentina debía resarcir a Burford Capital: la Argentina sostenía que dicho valor era USD 5.000 MM y la parte demandante un valor de USD 16.000 MM; lo que llevaba a tal discrepancia era la fecha de expropiación y la tasa a aplicar.

**Finalmente la jueza, en su dictamen falló dando lugar al monto reclamado por la parte demandante. Así la Argentina deberá pagar a Burford Capital USD 16.000 MM.** El gobierno argentino apeló inmediatamente la medida en un intento de comprar tiempo.

Algunas consideraciones que son importantes y escenarios que se pueden dar:

1. Difícilmente el fallo sea revisado hacia la baja: la defensa del accionista minoritario siempre ha sido una prioridad en este tipo de fallos.
2. Burford Capital sabe que la Argentina no puede pagar en este momento USD 16.000 MM y que deberá negociar plazo y forma de pago.
3. La estrategia de apelar cuesta USD 1.500 MM al año en concepto de intereses y gastos de litigación

Con lo cual, probablemente la mejor opción es que luego de la apelación realizada (que compra tiempo) el nuevo gobierno negocie con BC.

**Aquí vale la pena detenerse en analizar la viabilidad de potenciales soluciones que involucren a YPF. Hubo algunas especulaciones sobre pagar este fallo con una emisión de acciones de la compañía. En**

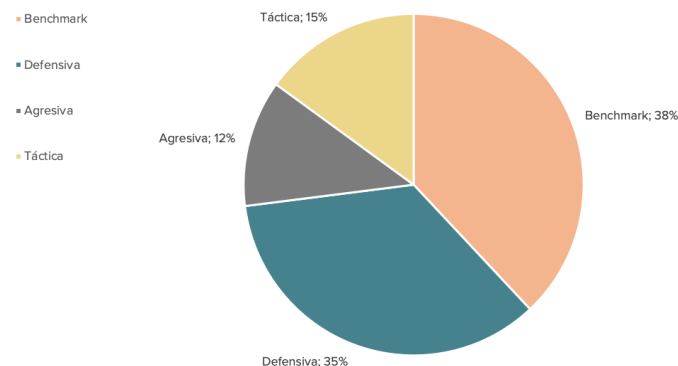
nuestra opinión esta es una idea inviable: en primer lugar la capitalización bursátil de YPF es de USD 4.800 MM con lo cual es imposible cancelar una obligación de USD 16.000 MM. En segundo lugar, en caso de intentar avanzar la tremenda dilución que se llevaría a cabo sobre los actuales accionistas minoritarios llevaría a un nuevo frente legal. No obstante lo dicho, la acción de YPF sufrió, en parte, por este fallo.

## CARTERA DE CEDEARS

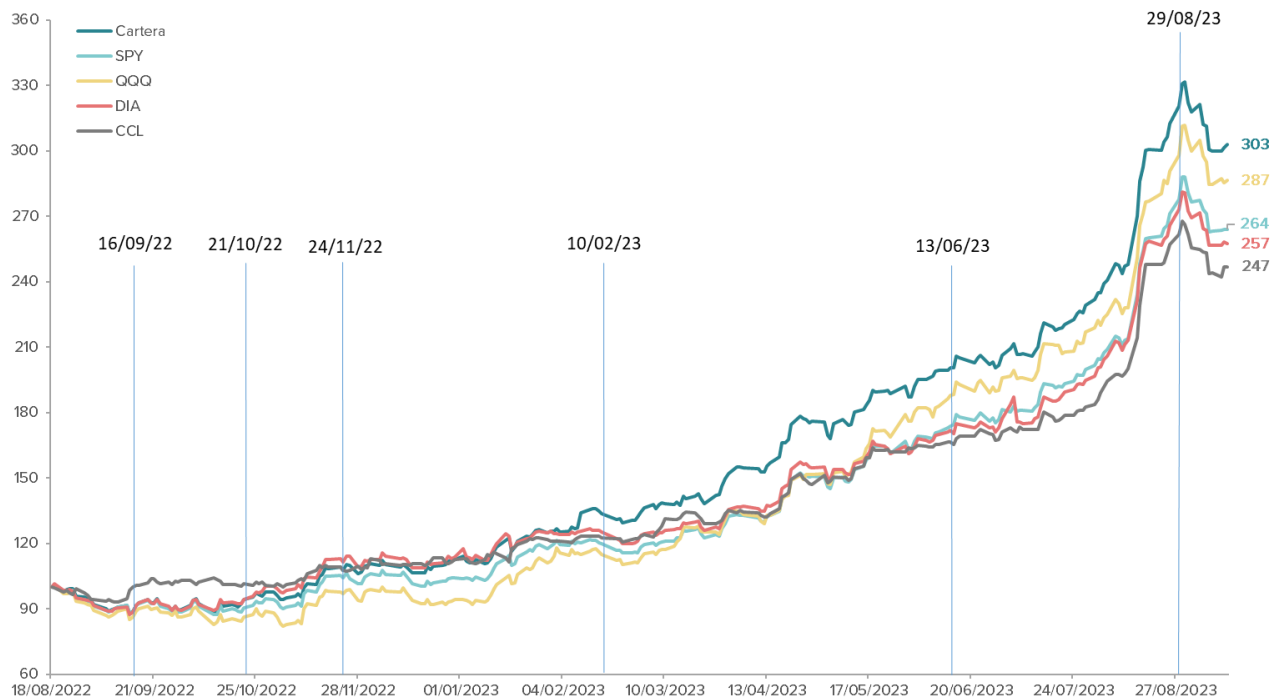
Finalmente el rendimiento semanal de la cartera de CEDEARs se desacopló positivamente del rendimiento de nuestro benchmark. La cartera continúa probando ser un excelente instrumento de cobertura de tipo de cambio pero, incluso, ha presentado un retorno mayor al de nuestro benchmark, el S&P 500 (SPY) 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
<b>Benchmark</b>							
SPY	25%	25%	25%	25%	20%	25%	25%
BRKB	10%	10%	10%	10%	9%	10%	10%
DIS	-	-	-	5%	5%	3%	3%
<b>Defensiva</b>							
DIA	15%	15%	25%	25%	25%	20%	15%
UNH	-	-	-	-	-	-	5%
KO	12%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
<b>Agresiva</b>							
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%	-
<b>Táctica</b>							
XLE	7%	10%	10%	6%	-	4%	-
EWZ	10%	-	5%	-	-	-	-
EEM	-	-	-	-	7%	5%	-
BABA	-	-	-	-	-	4%	-
VIST	-	-	-	4%	10%	-	5%
TXR	-	-	0%	-	-	-	5%
MELI	-	-	-	-	-	-	5%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

**LUCAS DECOUD**

*Analista Renta Fija*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

**GABRIEL PRORUK**

*Analista*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

**FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista Jr.*

[fherrera@grupoieb.com.ar](mailto: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.