

5 de octubre de 2023

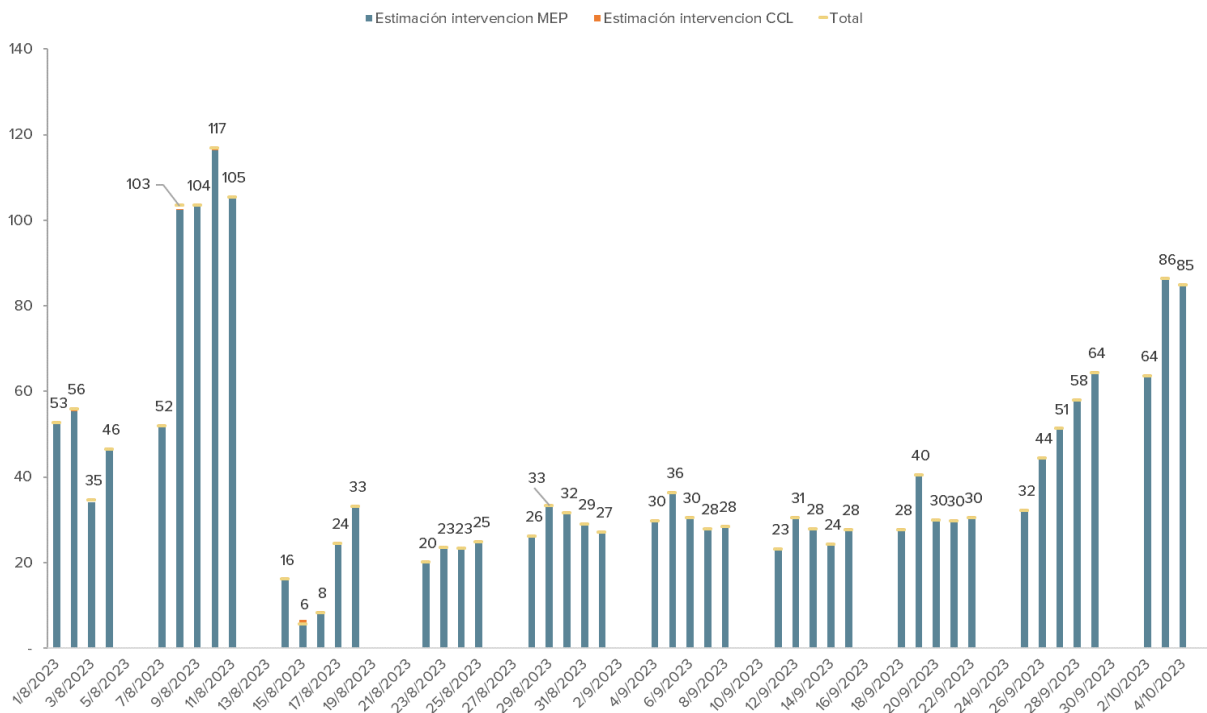
# Argentina Weekly

## Día D: Dolarización

La aproximación de las elecciones comenzó a hacer ruido en los dólares, impulsados a su vez por una presión inflacionaria incesante y un BCRA que lentamente se va quedando sin herramientas para contener los FXs financieros. En tan sólo la última semana tanto el CCL como el MEP escalaron 10%, rompiendo récords en sus cotizaciones: \$900 para el CCL y \$800 para el MEP.

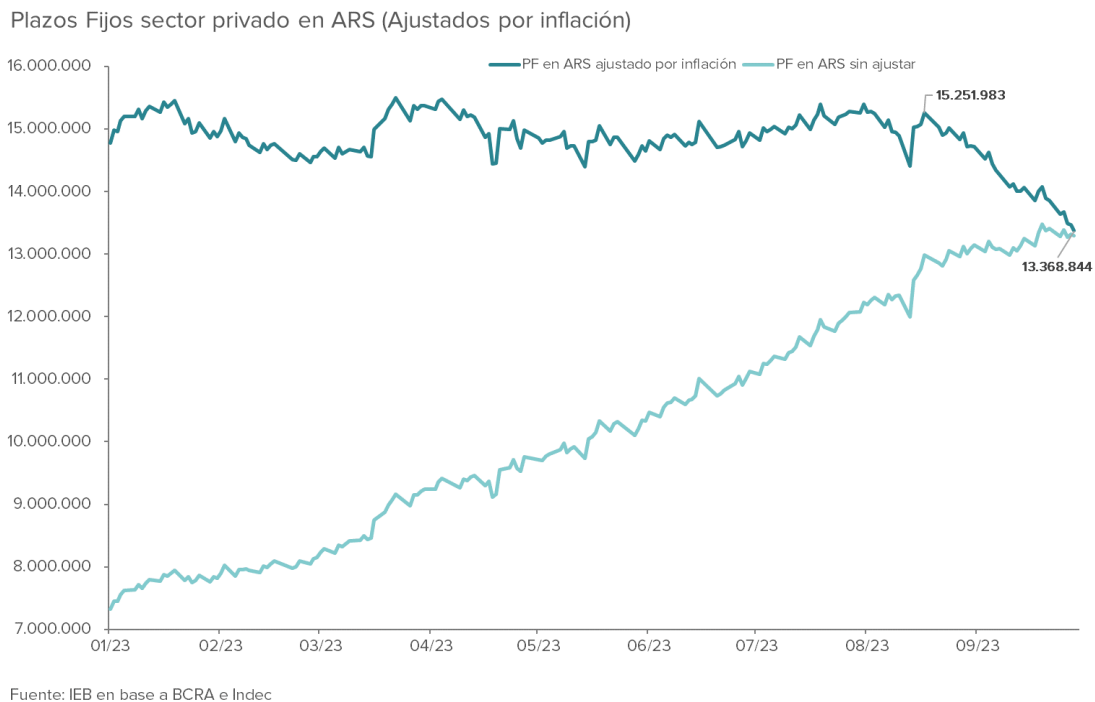
Dentro de los factores que explican esta disparada de las cotizaciones financieras podemos destacar el retorno de las ventas en el MULC por parte del BCRA. Tras 35 ruedas con saldo comprador en el mercado de cambios, la autoridad monetaria se desprendió de más de USD 100 MM en las últimas tres ruedas, esto sin tener en cuenta la intervención en el mercado secundario de bonos, la cual se aceleró en los últimos días y significó salidas de dólares para la autoridad monetaria por más de USD 350 MM en la última semana. Si miramos más hacia atrás, en agosto la intervención totalizó USD 870 MM (impulsada en los días previos a las PASO) y en septiembre USD 720 MM (particularmente acelerada en los últimos días del mes). Estas salidas de dólares llevan al mercado a cuestionar la capacidad restante de la autoridad monetaria para hacer frente a la creciente demanda de divisas, llevando a su vez a intervenciones menos efectivas que permiten a los FX escaparse de manera más apresurada.

Estimación intervención del BCRA en MEP y CCL (desde 1/08/23)



Fuente: IEB en base a Refinitiv

Otro factor a tener en cuenta es la debilitada demanda de pesos, reflejada en la caída de los depósitos a plazo fijo y el derrumbe de la deuda en pesos. Desde la semana posterior a las elecciones primarias hasta el cierre de septiembre, los depósitos a plazo fijo del sector privado cayeron un 12% en términos reales explicado por las tasas reales negativas, con la deuda en pesos acompañando las caídas y la continuación de rescates en FCI. El desarme de posiciones en pesos de los últimos días posiblemente se dé como respuesta a una mayor dolarización de carteras que recalienta las cotizaciones.



Los efectos del plan “platita” del ministro-candidato Massa tampoco deberían ser pasados por alto en el marco de la dolarización preelectoral, financiando su campaña con mayor emisión y déficit que posiblemente deriven en un mayor nivel de inflación para los próximos meses, y generando aún más incentivo para dolarizar carteras. A esto se le suma la posibilidad de una victoria de Milei, la cual empuja a los ahorristas a intentar dolarizarse antes que el resto.

Dados estos detonantes, el CCL se ubica en \$903 y dispara la brecha a 158%, acercándose a los máximos alcanzados en julio de 2022, mes alterado por la salida de Martín Guzmán del ministerio de Economía y la breve gestión de Silvina Batakis. Dada la promesa desde Mecon de sostener el tipo de cambio mayorista en su nivel actual, la creciente presión dolarizadora, y la ausencia de señales que indiquen un cambio de rumbo en materia económica y cambiaria que calmen al mercado, muy posiblemente se observe un incremento de la brecha a niveles aún mayores que los máximos históricos.

Brecha CCL/Oficial

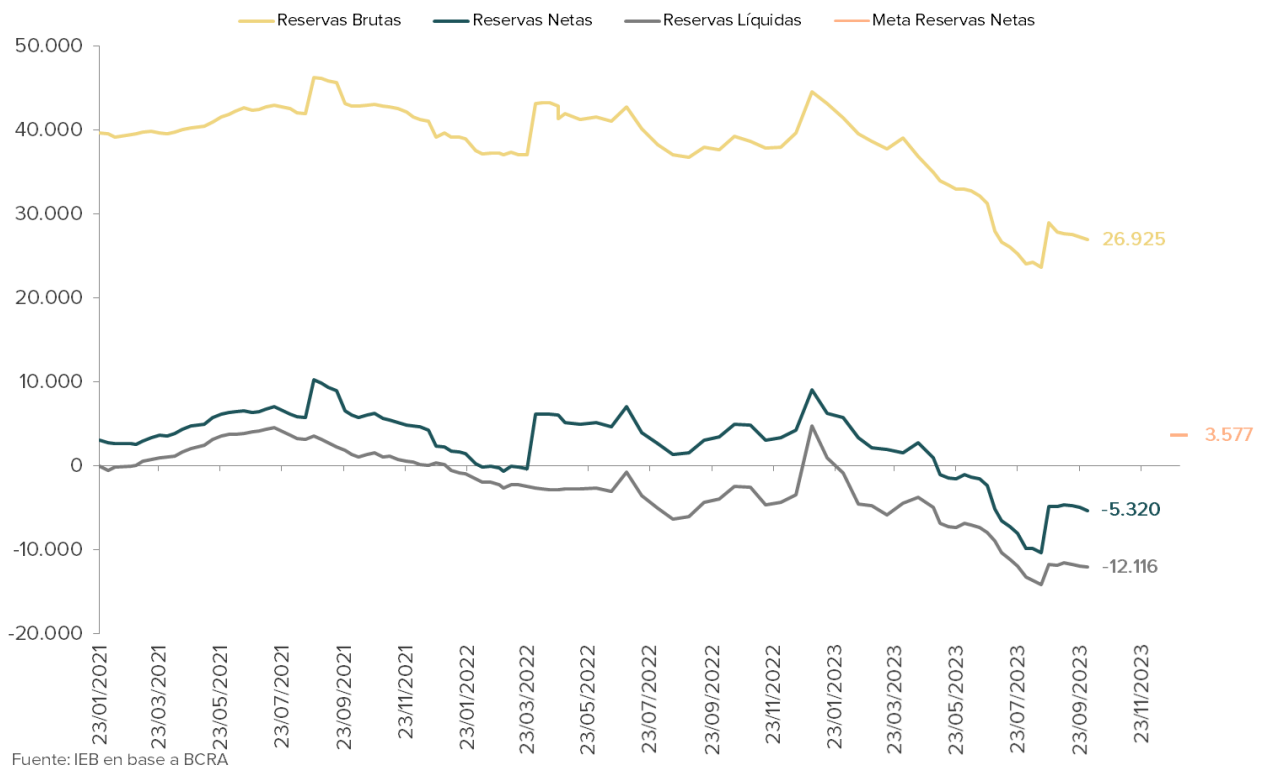


Fuente: IEB en base a Refinitiv y BCRA

Como respuesta a la demanda de divisas, además del anuncio del “Dólar Vaca Muerta” la semana pasada, desde el Ministerio de Economía se sumó la prórroga de la quinta edición del Programa de Incremento Exportador para el complejo sojero hasta después de las elecciones generales. En este caso el decreto no permite la “libre disponibilidad” del 25% de las divisas liquidadas, sino que dispone su liquidación a través del CCL, buscando alimentar la oferta en un mercado con demanda en crecimiento. A su vez, se anunció la llegada del “Dólar PYME”, con las mismas condiciones que el programa previamente mencionado aplicadas a las exportaciones de pequeñas y medianas empresas. Con las cotizaciones actuales se llegaría a un tipo de cambio efectivo de aproximadamente \$488 mediante el cual se busca acelerar las exportaciones y el ingreso de divisas, intentando capturar la mayor cantidad de dólares posible en un contexto de elevada incertidumbre y así fortalecer las debilitadas reservas del BCRA.

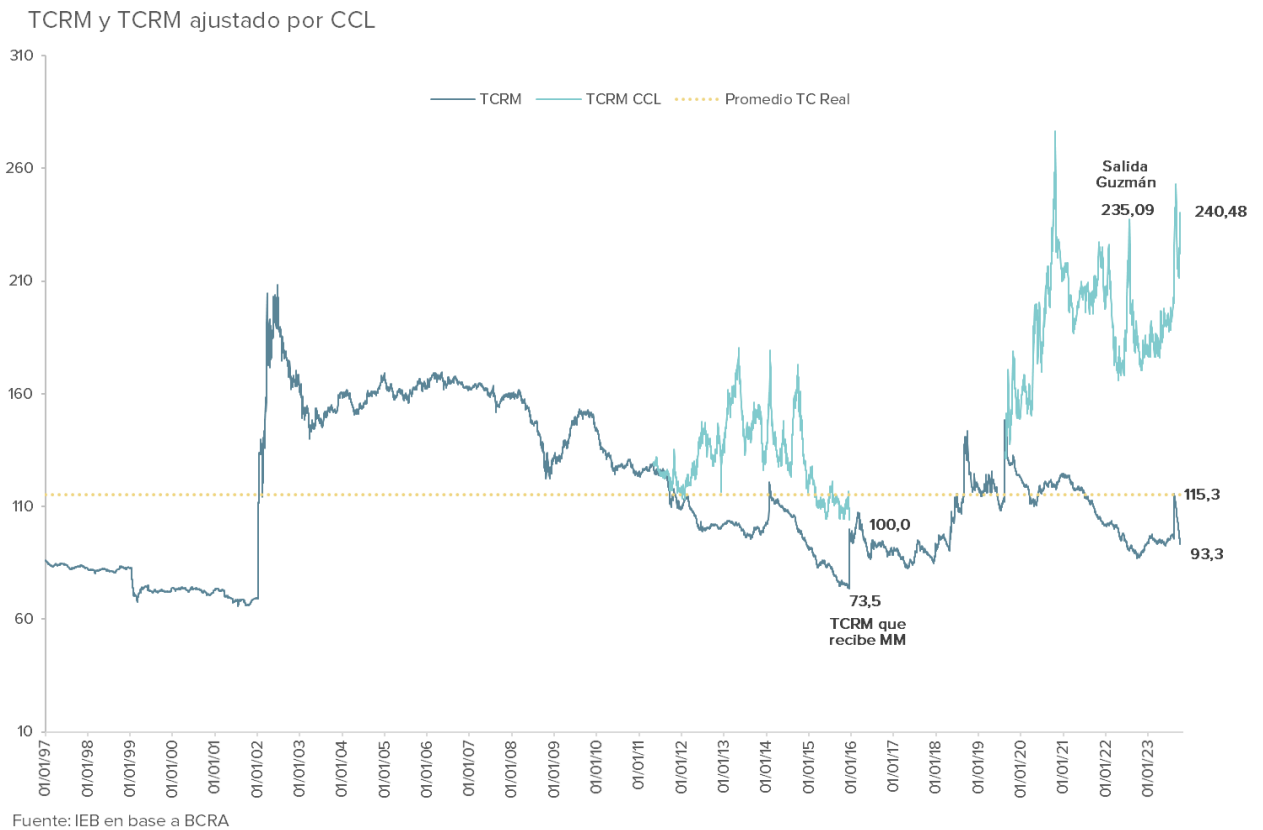
Con los últimos datos del balance del BCRA, las reservas internacionales se ubicaron en USD 26.925 MM, mientras que las reservas netas se acomodaron en USD -5.320 MM, una leve caída que posiblemente se vea acentuada en los próximos días con mayores ventas en el mercado de cambios.

## Reservas Brutas, Netas y Líquidas



En cuanto al tipo de cambio real multilateral, con la devaluación del 20% aplicada post PASO se buscó desde el gobierno una mejora en el mismo, el cual se encontraba ampliamente apreciado por la aceleración inflacionaria y el crawling peg moviéndose a un menor ritmo. La medida resultó no tener los efectos esperados al no ser acompañada por un paquete de reformas y medidas adicionales orientadas al control del déficit, y sus efectos positivos fueron revertidos en gran medida en los días posteriores con una dura respuesta en los precios.

A día de hoy, el TCRM no sólo retornó a valores previos a las elecciones primarias, sino que se encuentra más apreciado que en aquel momento, perdiendo toda competitividad recuperada y reflejando el atraso frente al nivel de precios, sumado a la apreciación del dólar a nivel mundial. En el caso del TCRM ajustado por CCL, al igual que en el caso de la brecha, este se encuentra a la fecha en niveles similares a los alcanzados en la crisis de julio-22. De no darse una nueva devaluación, acompañada en este caso por un paquete de medidas apuntadas a la reducción del déficit fiscal, difícilmente se observe una mejora en la competitividad del peso en los meses por delante.



## DEUDA EN PESOS

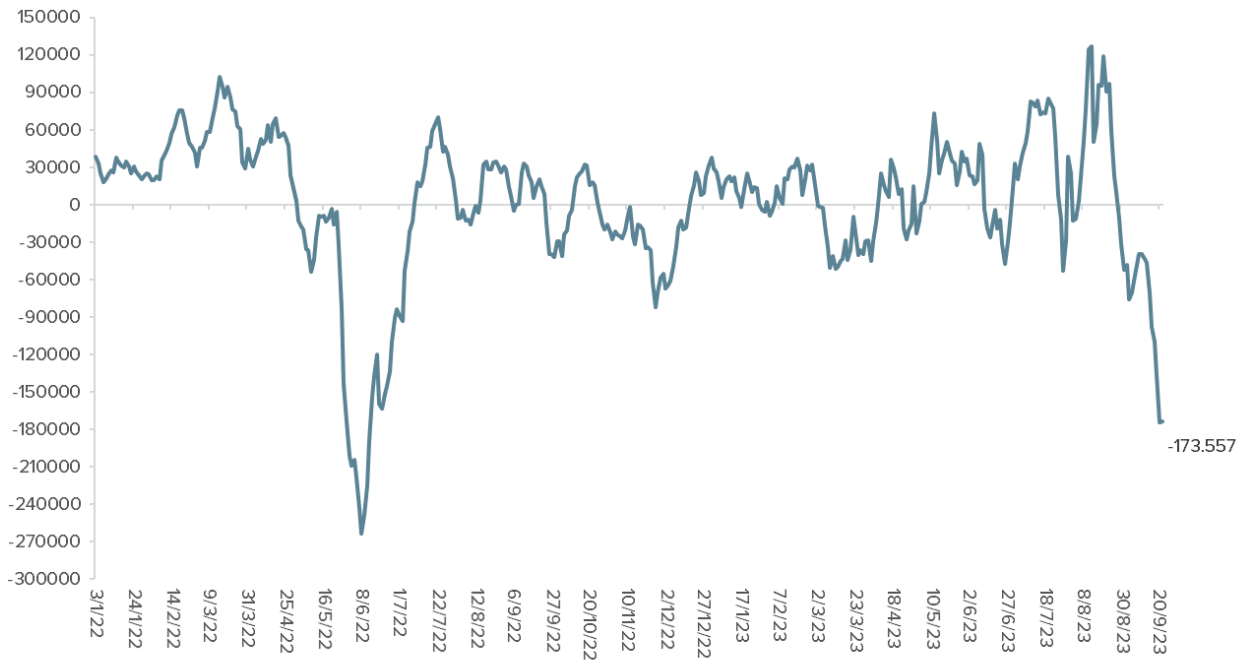
Luego de varias ruedas en las cuales el mercado operó en modo de pánico, la deuda soberana en pesos parece haber detenido la caída con el BCRA interviniendo sostenidamente en los títulos ofrecidos en la última licitación, mientras que hoy vuelve a mostrar cierta recuperación aunque marginal. Los títulos más castigados fueron los CER más largos que cayeron casi 9% la semana pasada y esta lo hacen entre 3 y 5% mientras que en la parte corta los que más sufrieron fueron los Dollar Linked que cayeron 3,6% la última semana y hasta ayer se encontraban 1,0% abajo en lo que iba de la semana.

El derrumbe en las paridades de los títulos fue fortísima lo que se traduce en TIRs considerablemente elevadas. Los títulos CER con vencimiento en 2024 alcanzaron TIRs de casi CER+20% lo que evidencia la ruptura que experimentó el mercado de deuda local. De forma llamativa la Lecer noviembre (X23N3) también se encuentra bajo estrés a pesar de que su vencimiento opera durante la actual gestión y el monto de vencimientos asociados no parecería ser un problema. El último episodio en el cual la deuda en pesos había mostrado debilidades tan significativas fue en junio de 2024 aunque en ese entonces fue de mayor magnitud.

## Paridad de bonos 2024



Flujos FCI CER, USD Linked y T+1 (últimas 10 ruedas en ARS MM)



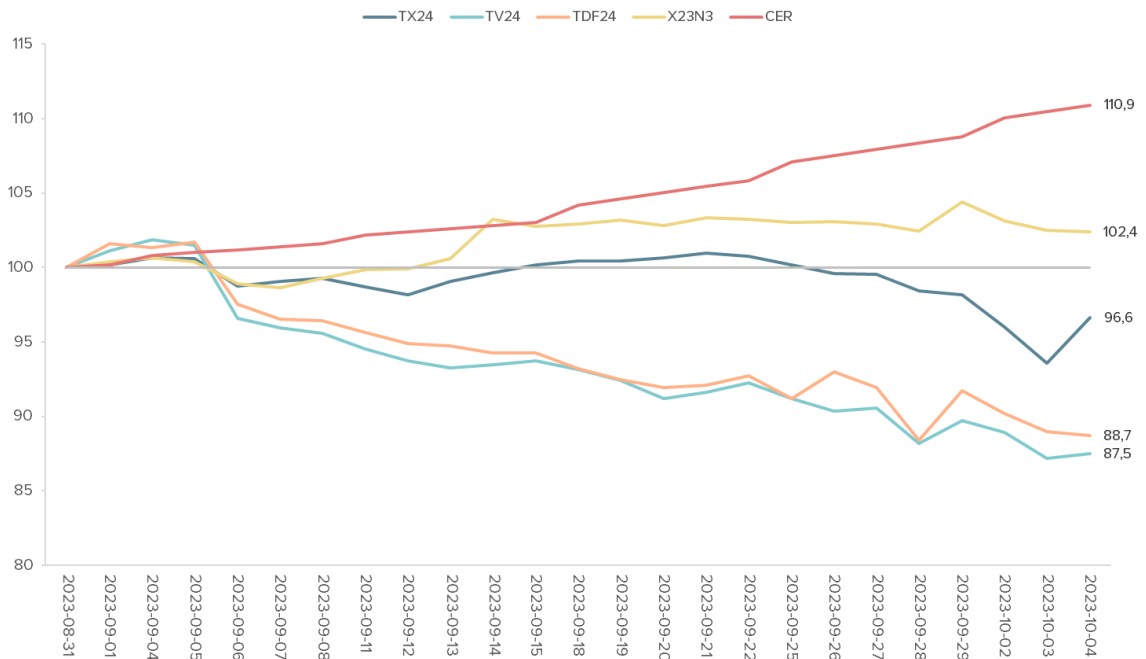
Fuente: IEB en base a 1816

El BCRA intervino esta semana buscando contener el derrumbe de los activos y lo hizo por algo más de \$ 250.000 MM hasta el día de ayer, poniendo bids en aquellos títulos ofrecidos en la última licitación y generando desarbitrajes principalmente en la curva CER entre los títulos con vencimiento en 2024. La intervención se viene dando en los títulos T6X4 y T4X4 que ayer cerraron con TIRs de CER+0,8% y CER+8,4% respectivamente, contra los vencimientos más próximos en niveles de CER+16% y 20%

El mercado puede estar incorporando a sus expectativas una victoria de LLA que conlleve una dolarización de la deuda en pesos, que difícilmente no genere pérdidas para los actuales tenedores. La dolarización de los bonos en pesos implicaría canjear los títulos actuales por bonos hard dollar de similares características a los actuales Globales y Soberanos, y dado el diferencial de paridades entre ambos tipos de activos, 100% y 30% aproximadamente, sería poco probable que los actuales títulos en pesos no sufran cierta pérdida de capital.

Finalmente, se llevó a cabo el canje intra sector público de los títulos con vencimientos en el cuarto trimestre de este año a cambio de los cuales se entregó el Boncer TX26. El valor técnico canjeado alcanzó los \$655.000 MM que es aproximadamente lo que se reducen los vencimientos para este año. De esta forma los vencimientos hasta finales de año suman \$2,6 BB y se encuentran todos en manos privadas. La próxima licitación es el jueves 12 de octubre, última licitación previa a las elecciones en las que el Tesoro enfrenta vencimientos por alrededor de \$760.000 MM correspondientes a la Lecer octubre. Será importante estar atentos al resultado dado la debilidad que vienen mostrando todas las curvas de pesos.

Retornos de bonos en pesos (desde 08/31/2023)



Fuente: IEB en base a BymaData

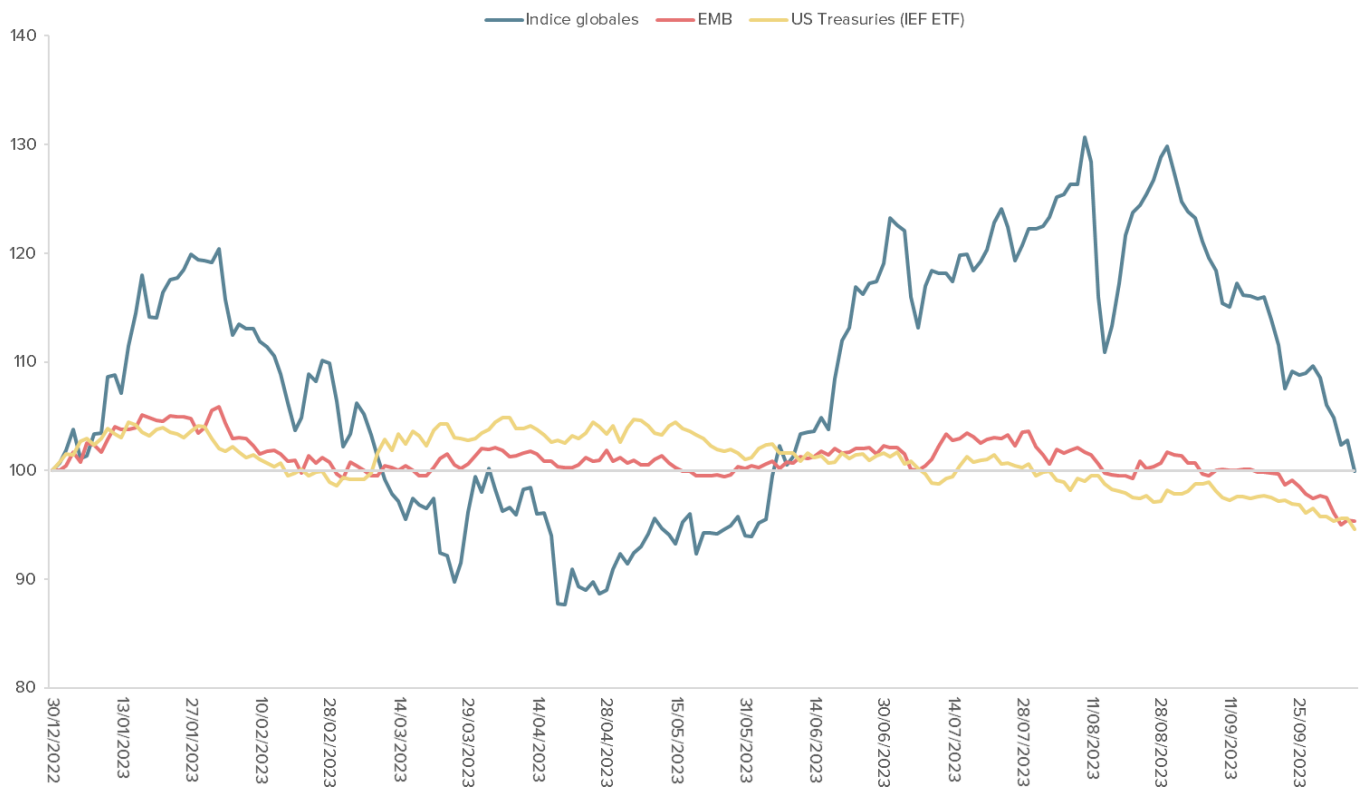
## BONOS SOBERANOS

La deuda soberana argentina está enfrentando un contexto internacional de fuertes avances en las tasas de los bonos del tesoro de Estados Unidos, principalmente en los tramos medios y largos de la curva, que golpea a la deuda emergente, mientras que los títulos locales amplifican la caída producto de la creciente inestabilidad macro y de la incertidumbre política.

Los factores locales se combinan con una fuerte corrección de las tasas americanas que se ajustan a las proyecciones de la FED lo que terminó teniendo un impacto significativo en la deuda local, que retrocede alrededor de 20% desde los precios previos a las PASO. Mientras que la deuda emergente medida a través del EMB solo lo hace en 6%. De esta forma, los globales vuelven a operar en niveles de principio de año devolviendo los retornos del 30% que venían acumulando en los meses previos. Esta semana se aceleró el deterioro de la semana pasada y los bonos soberanos muestran pérdidas en torno al 6%, explicados en gran parte por factores idiosincráticos.



Performance YTD Globales vs EMB vs US Treasuries (IEF ETF)



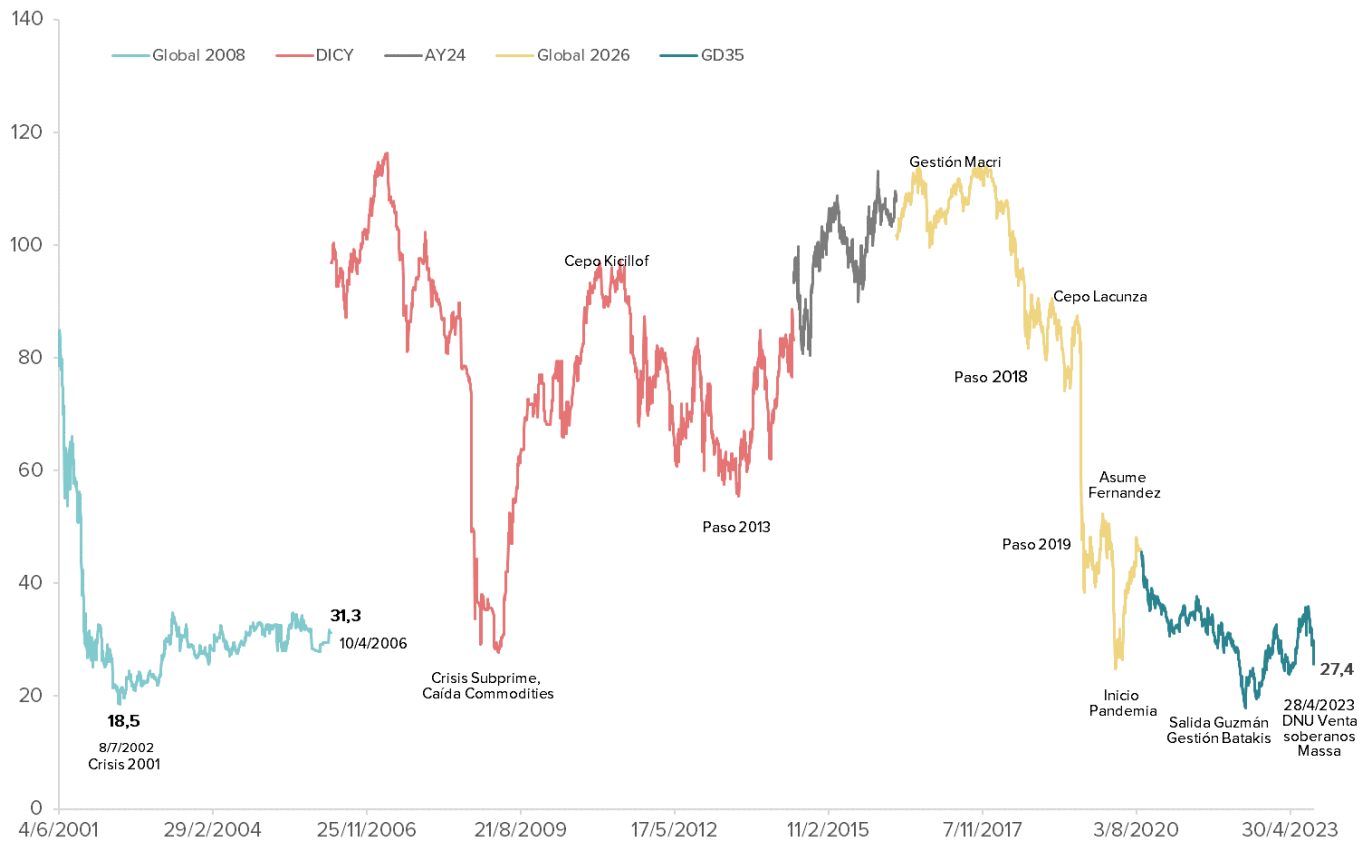
Fuente: IEB en base a Refinitiv

En el plano local, las variables económicas se deterioran cada vez más rápidamente, con las reservas netas en niveles de USD -6.000 MM, la inflación en un nuevo piso de dos dígitos y precios relativos cada vez más distorsionados, la economía que recibirá el próximo gobierno será una mucho más deteriorada de lo que se proyectaba meses atrás.

Por otro lado, el factor electoral suma incertidumbre, cuando los bonos necesitan previsibilidad para volver a subir. Sería positivo para los bonos una moderación en el discurso por parte de los integrantes de LLA con respecto a su programa económico que lo vuelvan más viable o bien que el candidato oficialista logre despegarse de la actual administración y del ala menos pro mercado de la coalición oficialista. Otra noticia positiva para la deuda sería que JxC recupere terreno y logre ingresar al ballotaje.

Si observamos las paridades históricas de los bonos hard dollar argentinos podemos concluir que en el corto plazo aún tienen espacio para caer, dado que en episodios de crisis llegaron a operar en paridades de 18%, como la ocurrida el año pasado precipitada por la salida del Ministro Guzman.

## Paridades históricas soberanos argentinos



El BCRA vuelve a aumentar el grado de intervención en los dólares financieros, principalmente en el dólar MEP. Esta semana pasó de los USD 50-60 MM diarios que venía destinando a este fin a cerca de USD 85 MM diarios en las últimas dos ruedas. Consideramos que esto se irá intensificando a medida que nos acerquemos a las elecciones generales dado que el mercado intensificará la dolarización de portafolios.

Con respecto a los spreads de jurisdicciones, aumentó alrededor de 2,50% el spread entre el AL30 y su par con Ley NY alcanzando los 16,7%, aunque continúa por debajo del promedio de los últimos seis meses. Mientras que se observa un aumento en el spread entre el GD30 y GD35 lo que vuelve conveniente el swap de GD30 por GD35.

Spreads Jurisdicciones				
	5/10/2023	Prom 6 meses	Máx 6 meses	Min 6 meses
GD29/AL29	2,10%	13,30%	27,01%	2,10%
GD30/AL30	16,72%	21,67%	31,53%	8,98%
GD35/AL35	4,46%	6,78%	21,50%	-1,36%
GD38/AE38	16,95%	12,84%	23,60%	5,11%
GD41/AL41	15,29%	12,31%	24,67%	-1,37%
Arbitraje				
GD29/GD35	3,0%	6,7%	14,3%	-4,8%
GD29/GD38	-13,2%	-11,6%	-2,7%	-25,8%
GD30/GD35	14,3%	10,1%	17,0%	-1,6%
GD30/GD38	-3,7%	-8,7%	2,1%	-23,5%
GD38/GD35	18,7%	20,9%	37,0%	12,2%

En las próximas semanas previas a las elecciones esperamos ver un aumento en la volatilidad de los bonos soberanos que aún pueden seguir cayendo dado este momento de altísima incertidumbre y de las variables macro extremadamente dañadas. Será fundamental lo queden entrever los candidatos y referentes económicos con respecto a los detalles de las medidas que tomarían en un eventual gobierno.

## EQUITY ARGENTINO

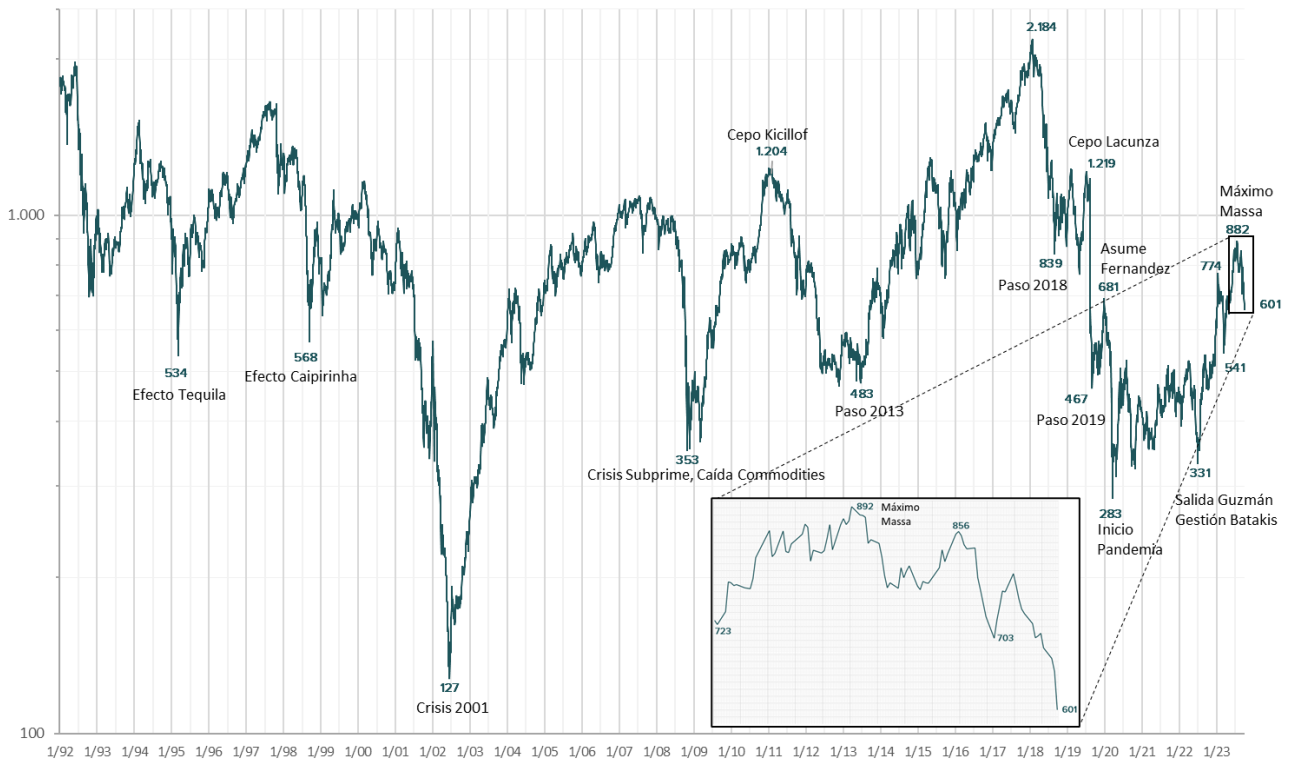
**La caída generalizada que se vió en los activos argentinos durante la última semana arrastró al S&P Merval a tocar los USD 600 al cierre del día de ayer, marcando una caída del 12,8% en dólares.**

El destino del mercado de equity argentino queda condicionado a dos factores: la evolución en el humor internacional de los instrumentos de renta variable que con la tasa a 10 años del tesoro de EE.UU. en niveles máximos podría meter presión a la renta variable global y el plafón que puedan dar los bonos soberanos argentinos.

Dicho esto, no descartamos que a mediano plazo y producto de la incertidumbre político-económica que atraviesa el país, los inversores utilicen el mercado de acciones para buscar cobertura ante la pérdida de valor en la moneda argentina.

Como venimos sosteniendo, si vamos a buscar cobertura las acciones que más nos gustan son aquellas compañías que puedan realizar un buen pass-through de la inflación/devaluación, o bien, cuenten con la mayoría de sus ventas ligadas al comercio internacional o tengan drivers genuinos (ALUA, TXAR, LOMA, BYMA, PAMP, TGS, VIST).

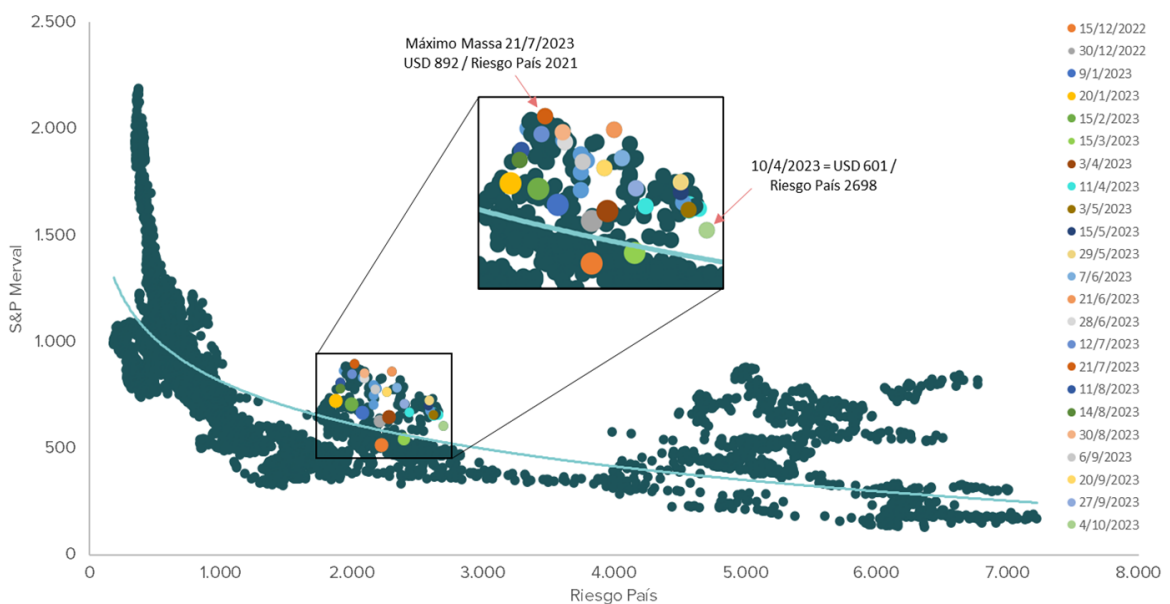
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

Si se tiene un horizonte de largo plazo, los valores actuales podrían ser puntos de entrada atractivos, principalmente en aquellas acciones argentinas que puedan verse favorecidas con una normalización de la economía para 2025, como puede ser el sector de Oil & Gas (VIST, YPF, PAMP, TGS, TGN), o el agro ante una normalización de la cosecha 2023/2024 (CRES).

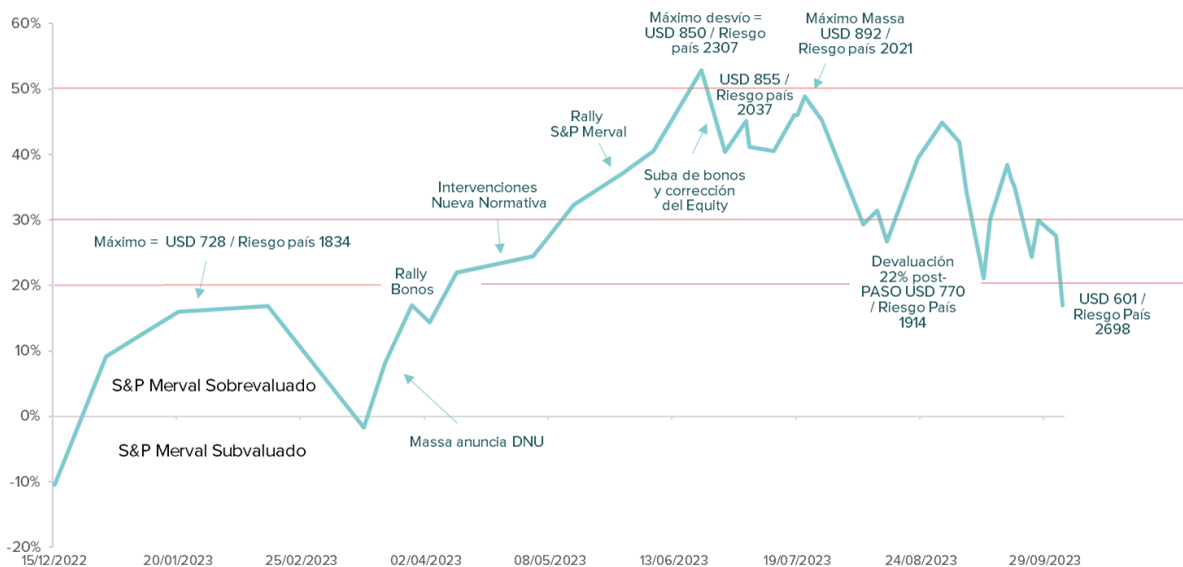
Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Si analizamos la correlación entre el índice S&P Merval en USD y el riesgo país histórico, vemos que el retroceso que mostró el índice durante las últimas semanas lo llevó nuevamente a niveles más coherentes con respecto al riesgo país actual, llevando el desvío a un 17% por sobre el nivel de riesgo país vs. el 29% que analizábamos la semana previa.

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

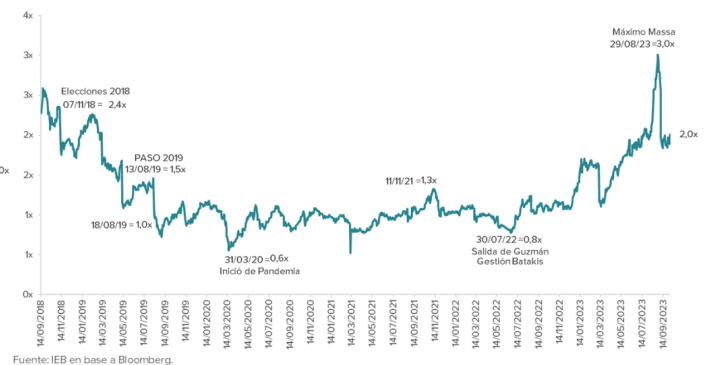
Tras la caída del S&P Merval vemos una leve recuperación en los múltiplos de valuación del índice, los cuales mostraban una compresión tras alcanzar niveles máximos en los últimos días de agosto. Así mismo, creemos que estos niveles de P/E y P/BV son múltiplos elevados si tenemos en cuenta las perspectivas futuras de las acciones argentinas.

S&P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg

S&P Merval Price to Book Ratio

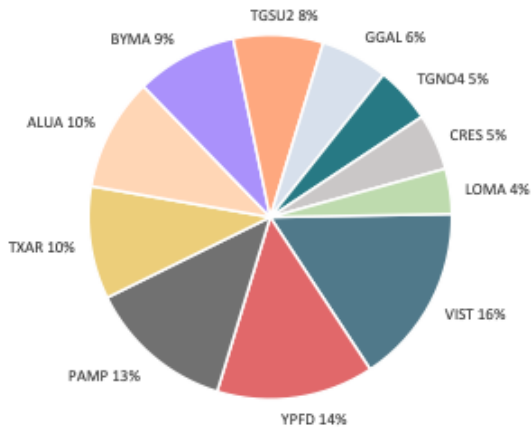


Fuente: IEB en base a Bloomberg

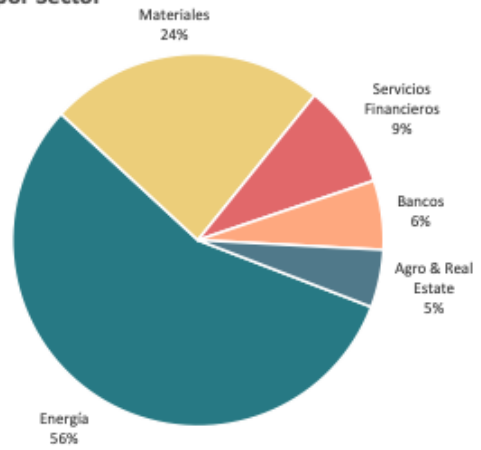
Para atravesar la coyuntura macroeconómica que detallamos en las secciones previas, continuamos prefiriendo una estrategia de sobreponderación para aquellas empresas que puedan realizar un buen

pass-through de inflación/devaluación, o bien, cuenten con drivers positivos para los años entrantes. Es así como nuestra cartera de acciones argentinas ha logrado mostrar una performance favorable, y un mayor rendimiento con respecto a su benchmark, el S&P Merval, dada la baja exposición al sector bancario.

**Cartera de Equity Argentino**



**Cartera por Sector**



**Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval**

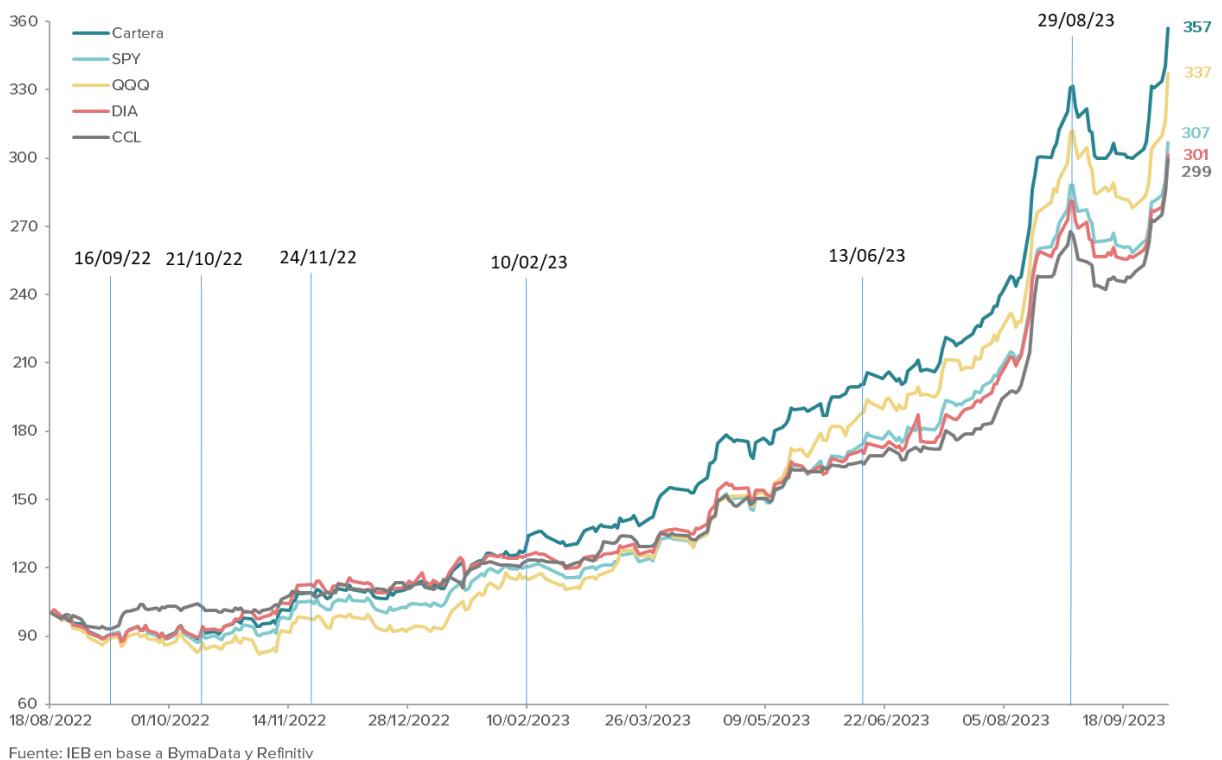


## CARTERA DE CEDEARS

Por el lado internacional, la cartera de CEDEARs que proponemos mostró un retroceso en las últimas semanas de septiembre tras la revisión a la baja en las proyecciones económicas de crecimiento para la economía estadounidense y las modificaciones al alza del sendero de tasas de política monetaria. No obstante mostró ser defensiva ante bear market, dado que aún así se mantuvo por arriba de nuestro benchmark; el SPY (S&P 500) y también superando al DIA (Dow Jones Industrial) y QQQ (Nasdaq-100).

Así mismo, tras la recuperación que mostró el mercado norteamericano en la última semana, nuestra cartera de CEDEARs obtuvo un mayor upside, quedando 2.000 bps por encima de los principales ETFs (SPY, DIA, QQQ). Al mismo tiempo que ha demostrado ser un excelente vehículo de cobertura frente a la variación del dólar CCL.

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

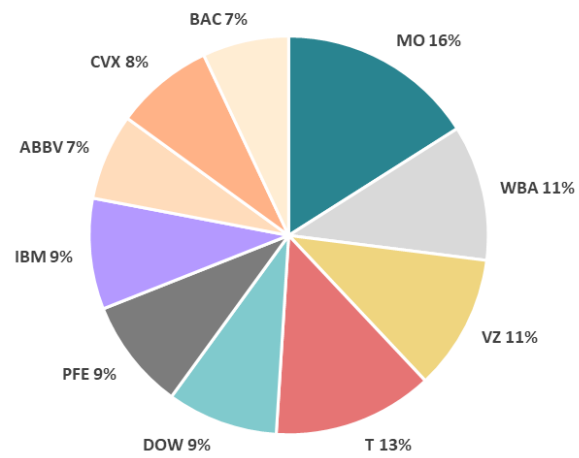


## CARTERA DE CEDEARS INCOME

El día de ayer publicamos un [informe](#) donde presentamos nuestra cartera de CEDEARs Income, la cual, viene a ser una alternativa a nuestra cartera de CEDEARs tradicional que presentamos en la sección previa. Con ella buscamos obtener una cobertura eficaz frente a las variaciones del dólar CCL, a la vez que optimizamos su rentabilidad a través del cobro de dividendos en dólares.

Con el objetivo de obtener una cartera con una buena renta por dividendos, buena liquidez y baja volatilidad, utilizamos los siguientes criterios para las ponderaciones:

1. **Dividend Yield:** 60%
2. **Volatilidad:** 30%
3. **Volumen operado:** 10%





**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 - Equity*

[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.