

19 de octubre de 2023

Argentina Weekly

El segundo tiempo: ¿definición o alargue?

Si las PASO fueron el primer tiempo, en el cual quedó claro que LLA fue la fuerza ganadora, este domingo es el segundo tiempo. Las encuestas dan mayoritariamente un escenario de balotaje: Milei seguramente dentro, no queda claro si su contrincante será el ministro-candidato Massa (UxP), o Bullrich (JxC).

Un cisne negro es siempre una posibilidad. ¿Cuál sería dicho escenario? Que el candidato de LLA gane en primera vuelta y el partido termine. Es difícil estimar los eventos que desencadenaría dicho resultado; pero claramente sería un escenario “disruptivo”.

Sí no se da dicho cisne negro, iremos al alargue con una segunda vuelta el 19 de noviembre que vendrá signada por mucha volatilidad e incertidumbre. No obstante, **no es lo mismo un balotaje Milei-Massa en el cual el ministro-candidato tiene incentivos para continuar con las políticas que viene implementando; que un escenario Milei-Bullrich en el cual la actual administración carece de incentivos para mantener el status-quo.**

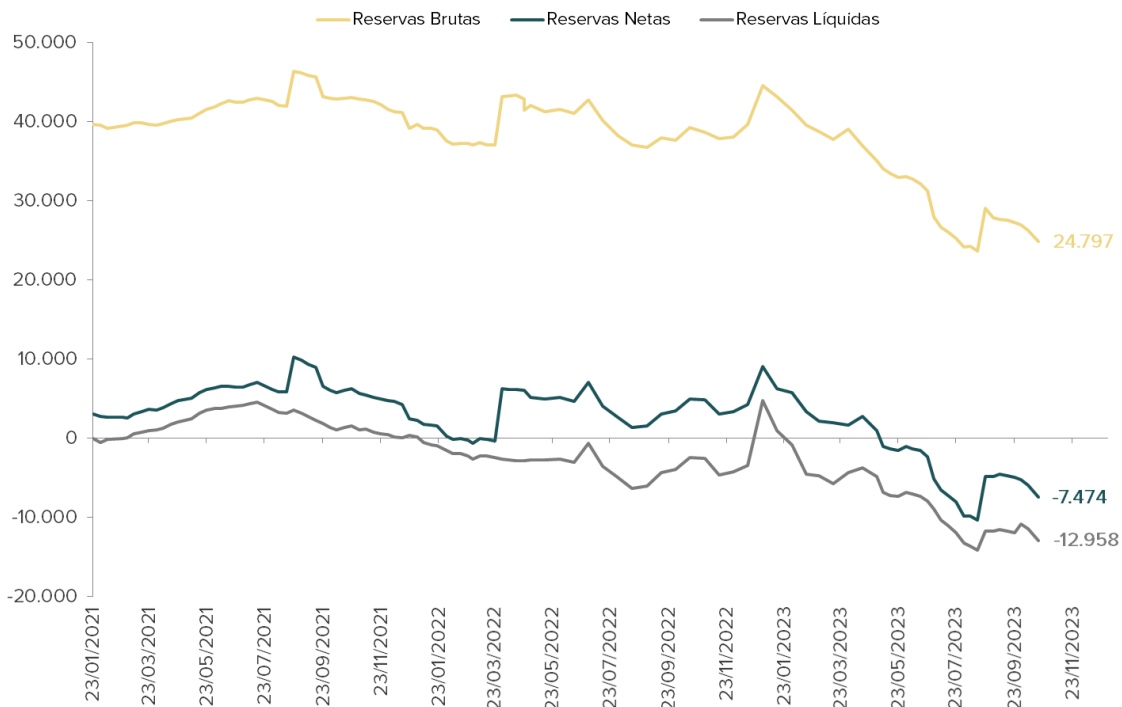
Es un final abierto y el mercado ha reaccionado según lo esperado: cobertura y volatilidad.

ECONOMÍA

En el día de ayer se oficializó la activación de un segundo tramo del swap con el Banco Popular de China por USD 6.500 MM, llevando un fuerte alivio a las reservas internacionales del BCRA en tiempos de elevada demanda de divisas y cierre de campañas. Este anuncio deriva en un engrosamiento de las reservas utilizables y le otorga al ministro Massa mayor poder de fuego para continuar interviniendo en los FX financieros, permitiéndole además precancelar vencimientos con el FMI. De todas formas, vale la pena aclarar que este anuncio no generará ningún cambio en el valor de las reservas brutas de la autoridad monetaria, sino que brindará mayor libertad para su utilización.

Continuando con las reservas, en la última semana el BCRA se desprendió de USD 275 MM en el MULC, continuando con la racha de saldos negativos desde principios de octubre. De todas formas, estas salidas de dólares no tienen en cuenta las derivadas de intervención para contener los FX, con lo cual la sangría de divisas resulta aún mayor. Así, las reservas brutas se ubicaron en USD 24.797 MM, mientras que las reservas netas llegan a los comicios en un nivel de USD -7.474 MM, lejos aún de los mínimos de USD -10.000 MM alcanzados previo a las PASO y los desembolsos del FMI.

Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

En cuanto a los dólares, la última semana vio al CCL nuevamente escalando a máximos y la brecha marcando un nuevo récord de 185% con algunas pausas en el correr de los días, aunque continuando con una tendencia alcista explicada por la incertidumbre con respecto al resultado de las elecciones de este fin de semana, las cuales tendrán a su vez una incidencia sobresaliente en el futuro de la divisa. Las posibilidades de victoria de un candidato que promete una dolarización continuarán empujando a los FX al alza, aunque en diferentes magnitudes en caso de cerrarse el resultado el domingo o de continuar la incertidumbre hasta un balotaje.

Una victoria de Milei en primera vuelta desataría al CCL debido a la incertidumbre y desconfianza acerca de su plan dolarizador y las posibilidades de llevarlo a cabo, aunque de todas formas no parecería ser este el escenario con mayores probabilidades en este momento. En un posible balotaje que enfrente a Milei con alguno de los candidatos restantes los resultados son prácticamente los mismos, con un CCL que tenderá a continuar con las subas aunque contenido en comparación con el escenario planteado previamente.

De todas formas, hoy el número que más ruido genera es el de la brecha cambiaria, con la misma en máximos históricos y con la posibilidad de que esta continúe incrementándose siendo casi una certeza. Teniendo en cuenta los dichos de Rubinstein, asegurando un sostenimiento del A3500 en \$350 hasta el 15/11 para luego comenzar con un crawling peg al 3% TEM, una brecha por encima del 200% - o lo que es equivalente, el CCL a \$1050 - no suena para nada descabellada. Esta posibilidad dificultará el sostenimiento del camino trazado desde la Secretaría de Política Económica: aunque posiblemente se evite un salto discreto dados los resultados que el mismo arrojó tras las PASO, no descartamos un retorno del crawling peg antes de tiempo.

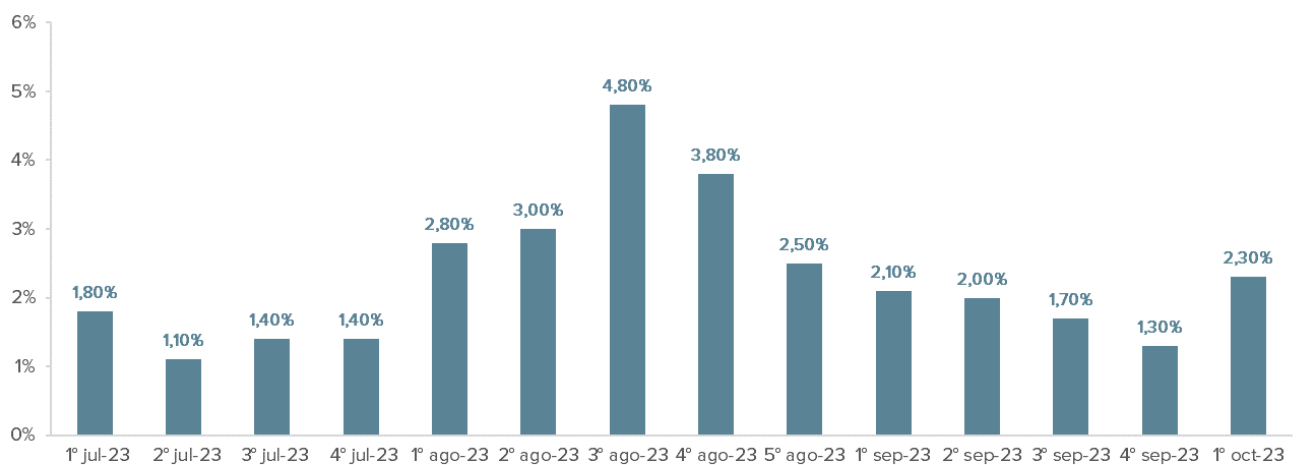
Brecha CCL/Oficial



Fuente: IEB en base a Refinitiv y BCRA

La dinámica de precios de este mes también resulta incierta y estará sujeta a lo que suceda en los días posteriores a las elecciones, tanto con los dólares paralelos como con el oficial dadas las restricciones a las importaciones. Lo que sí es seguro es el impacto de los saltos bruscos que ya sucedieron a lo largo de octubre, los cuales empujaron a proveedores a remarcar precios y planificar aumentos para las próximas semanas que impulsarán el IPC de octubre. A su vez, el último dato del Indec arrojó una inflación núcleo de 13,4%, con lo cual no sería ninguna sorpresa observar por tercer mes consecutivo un incremento de precios de dos dígitos.

Inflación semanal



Fuente: IEB en base a Secretaría de Política Económica

El REM de septiembre proyecta una inflación de 9,5% para octubre, 10,7% para noviembre y 14% para diciembre. Mientras que las proyecciones para el tipo de cambio oficial están muy por debajo de las priceadas en los contratos de dólar futuro. Los consultados esperan un tipo de cambio de \$530 en promedio para diciembre contra el futuro que cerró en \$814.

Por otra parte frente a la caída en el stock de plazos fijos y ante un dato de inflación que sorprende al alza, la autoridad monetaria decidió aumentar la tasa de política monetaria en 15% llevándola a 133% TNA y 253,3 TEA (equivalente a 11,08% efectivo mensual) lo que la deja en terreno negativo en términos reales respecto al último dato de inflación. La tasa mínima para los plazos fijos también fue llevada a este nivel.

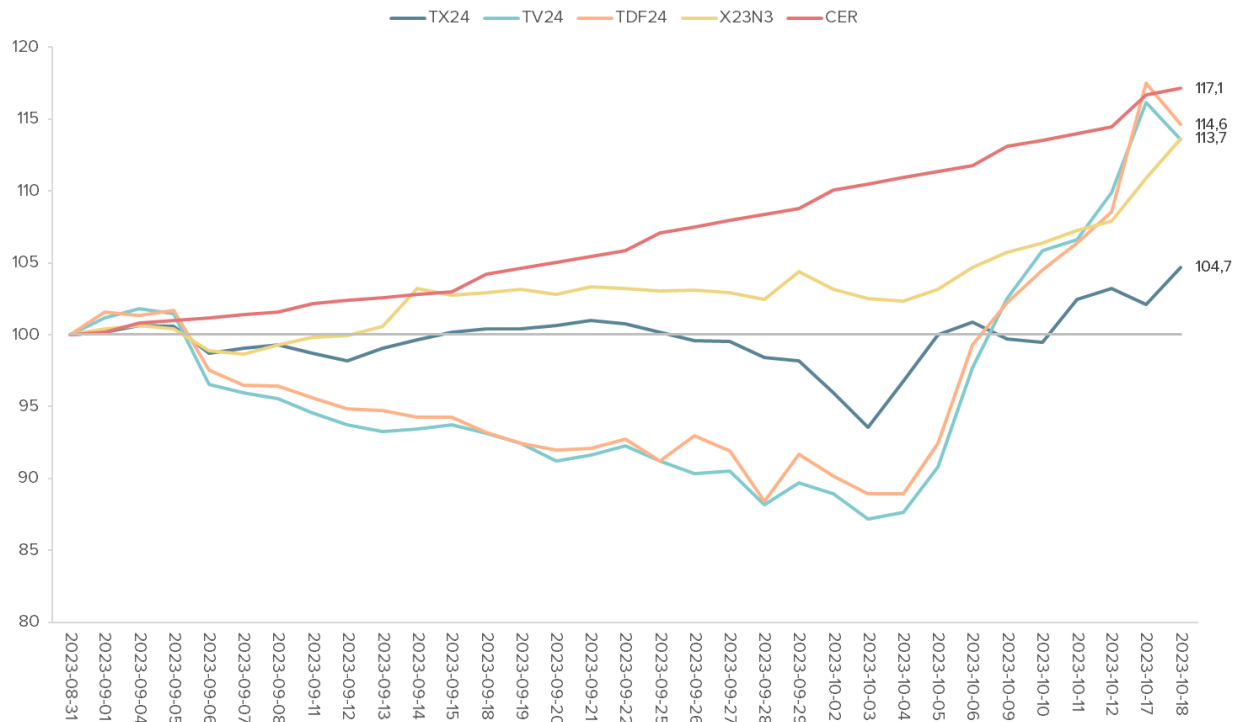
Finalmente, la semana pasada el Tesoro llevó a cabo la última licitación antes de las elecciones. Enfrentaba vencimientos por \$760.000 MM y logró una tasa de rollover de 107,5%, es decir un financiamiento neto de \$57.000 MM. Los vencimientos de este mes se encuentran todos en manos del sector privado. Sin embargo, en los días previos a la licitación hubo compras del BCRA en el mercado secundario por casi \$170.000 MM. Mientras que el BCRA adjudicó puts de liquidez para los bancos sobre la deuda del tesoro por \$298.000 MM, que explican casi el 38% del monto adjudicado en la licitación. El 90% de los puts fueron sobre los duales TDJ24 y TDG24. Según el calendario la próxima licitación es el 27/10 donde vencen aproximadamente \$504.000 MM que corresponden a la Lede octubre y la letra DL.

DEUDA EN PESOS

Luego de una semana donde los bonos Duales y Dólar Linked avanzaron fuerte, comprimiendo sus TIRs a niveles aún mayores a los alcanzados antes de las PASO, en la rueda de ayer y en lo que va de hoy se detiene el avance a pesar de que siguen ingresando flujos a los fondos DL. Aun así muestran TIRs muy negativas con el TV24 en -34% y el TDF24 en torno a -47%.

Por el contrario la curva CER que continuaba mostrando cierta debilidad hasta la semana pasada, tuvo subas importantes en las últimas ruedas, acumulando variaciones de 6,4% en promedio los bonos con vencimiento en 2024 mientras que los bonos CER que vencen a partir del 2025 mostraron avances de 6,2%.

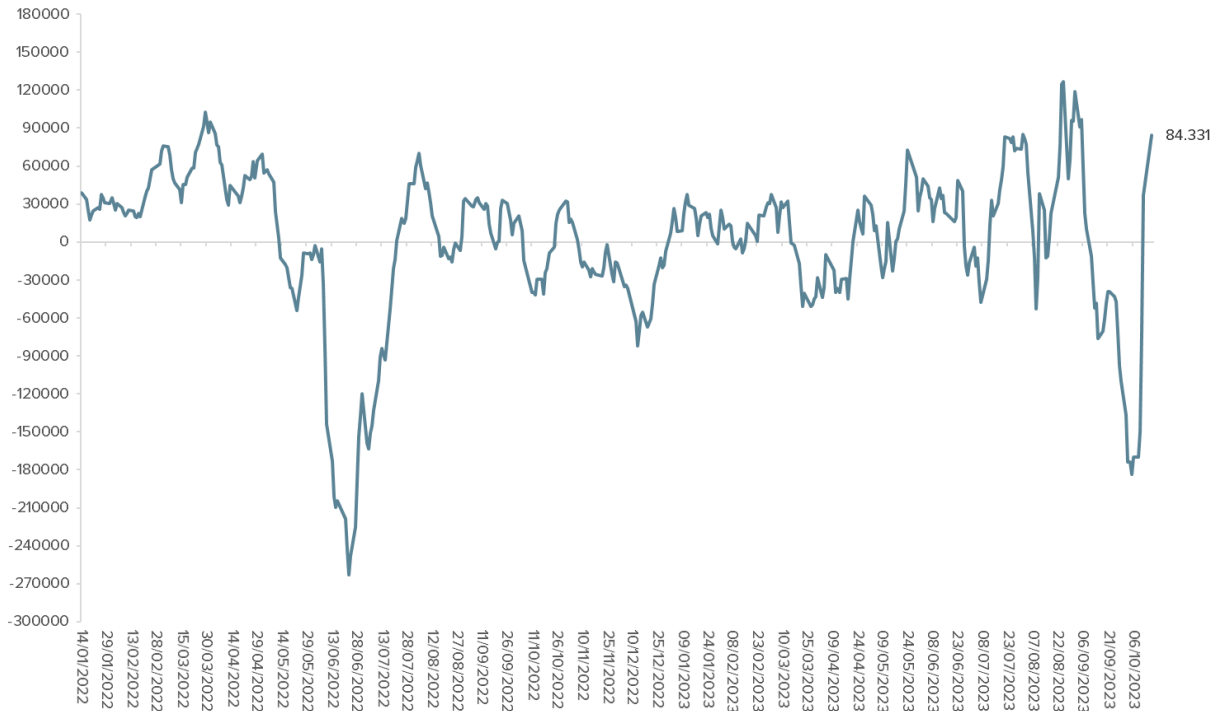
Retornos de bonos en pesos (desde 08/31/2023)



Fuente: IEB en base a BymaData

La gran demanda por cobertura también se ve reflejada en los fondos hacia los FCI. Continúan las suscripciones a fondos DL que ya acumulan \$395.000 MM en las últimas diez ruedas, explicados principalmente por las últimas tres ruedas en las que hubo ingresos por \$222.000 MM. Mientras que continúan los rescates en los fondos CER y T+1 que acumulan salidas por \$107.000 MM y \$157.000 MM durante el mismo periodo de tiempo.

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

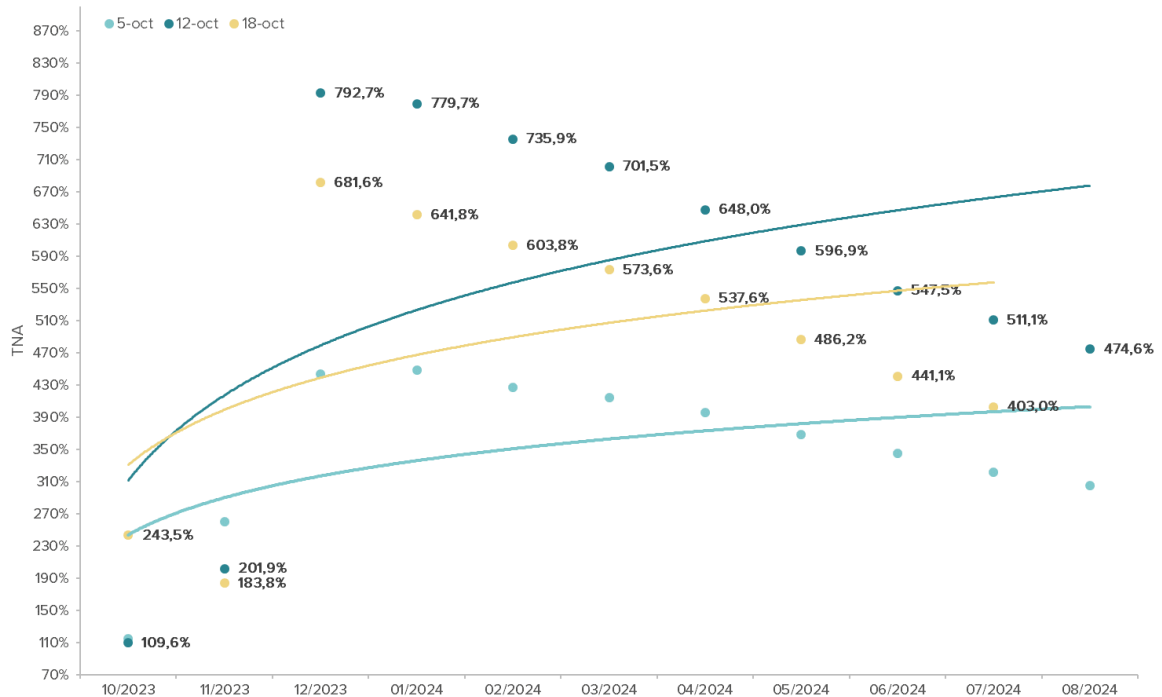


Fuente: IEB en base a 1816

Los futuros de dólar esta semana se desplomaron con caídas a partir de diciembre que van entre 13% y 18%. Aun así los precios de los contratos lucen altos. El futuro de diciembre pricea una devaluación directa de 132%, mientras que los futuros de enero y febrero tienen tasas forward de 21,6% y 13,1%. Mientras que la TEA de diciembre se ubica en 7.565%.

Dias	Vto	Precio	Devaluación directa	TEA	TNA	Crawling Mensual	WoW
12	31/10/2023	\$ 378,00	8,0%	940,9%	243,5%	21,56%	2,2%
42	30/11/2023	\$ 424,00	21,1%	429,8%	183,8%	14,91%	-4,7%
71	29/12/2023	\$ 814,00	132,6%	7565,4%	681,6%	43,56%	-13,7%
104	31/1/2024	\$ 990,00	182,9%	3745,2%	641,8%	35,54%	-16,1%
133	29/2/2024	\$ 1.120,00	220,0%	2334,3%	603,8%	30,48%	-16,3%
160	27/3/2024	\$ 1.230,00	251,4%	1658,9%	573,6%	26,99%	-16,5%
194	30/4/2024	\$ 1.350,00	285,7%	1167,9%	537,6%	23,57%	-15,6%
225	31/5/2024	\$ 1.399,00	299,7%	846,7%	486,2%	20,60%	-16,6%
253	28/6/2024	\$ 1.420,00	305,7%	654,2%	441,1%	18,34%	-17,2%
286	31/7/2024	\$ 1.455,00	315,7%	516,2%	403,0%	16,36%	-18,5%

Evolución de curvas de futuro USD - TNAs



Fuente: IEB en base a Matba Rofex

BONOS SOBERANOS

En la semana previa a las elecciones los bonos soberanos caen 0,75% medidos a través del índice de globales después una recuperación de 12% desde los mínimos alcanzados a comienzos de este mes. La deuda argentina no fue indiferente a un contexto internacional más adverso, con las tasas de los bonos americanos a 10 años subiendo hasta los 4,90%, lo que representa un aumento de casi 0,30% con respecto al cierre de la semana pasada.

Es así que la deuda soberana argentina retrocede casi en la misma magnitud que el resto de emergentes que lo hace en 0,90%. Mientras que créditos distressed como Pakistán, Ucrania y Ghana muestran variaciones mayores, de -1,3%, -4,6% y -6,05%.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

En el plano local, el fuerte avance de los dólares paralelos y el deterioro generalizado de la economía parece no tener impacto sobre la deuda soberana, en parte por la creciente búsqueda de cobertura que frente a las mayores restricciones que enfrentan los inversores, hace que los soberanos resulten una buena alternativa para dolarizar carteras.

El spread entre el AL30 y GD30 vuelve a comprimirse, ubicándose en torno a 14,8%, frente a un promedio de 21,7% durante los últimos seis meses. Por otra parte vemos, que el spread entre GD35 y AL35 se encuentra en 5% lo que sugiere pasarse de AL35 a GD35.

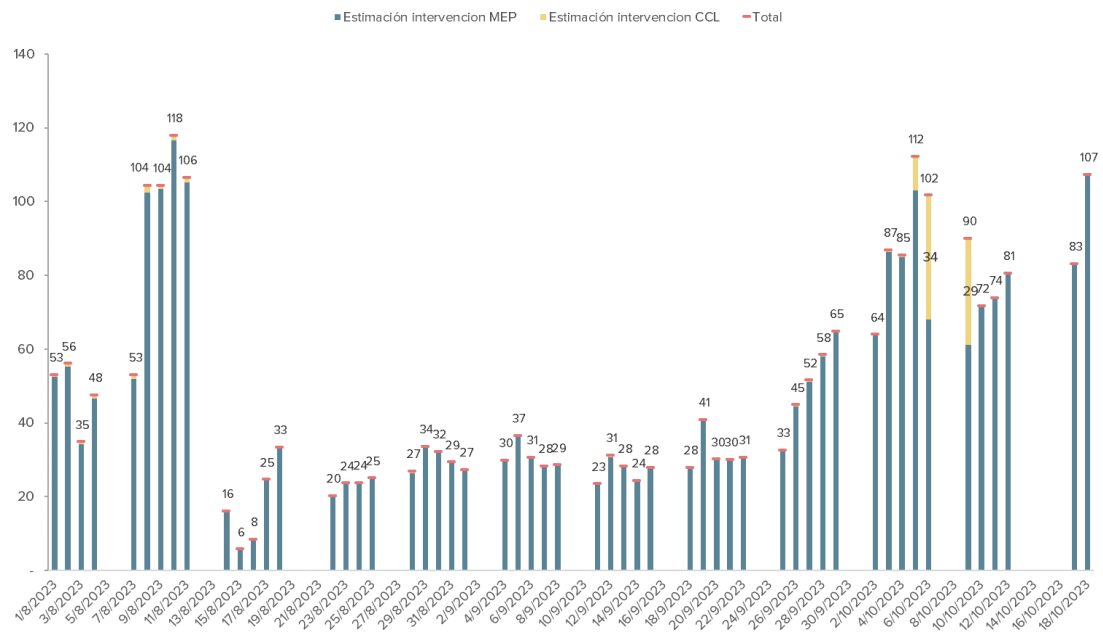
AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por otra parte, en las últimas ruedas previas a la elección el BCRA intensifica la intervención en los dólares financieros con montos similares a los que vimos en la semana previa a las PASO. El volumen operado de GD30 y AL30 en BYMA PPT T+2 fue récord desde la última elección, alcanzando los USD 120 MM. Lo que sugiere que la intervención superó los USD 100 MM buscando frenar el avance de los tipos de cambio financieros. De esta forma ya habría destinado alrededor de USD 880 MM con este fin en lo que va de octubre, con la intervención concentrándose principalmente en el dólar MEP.

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



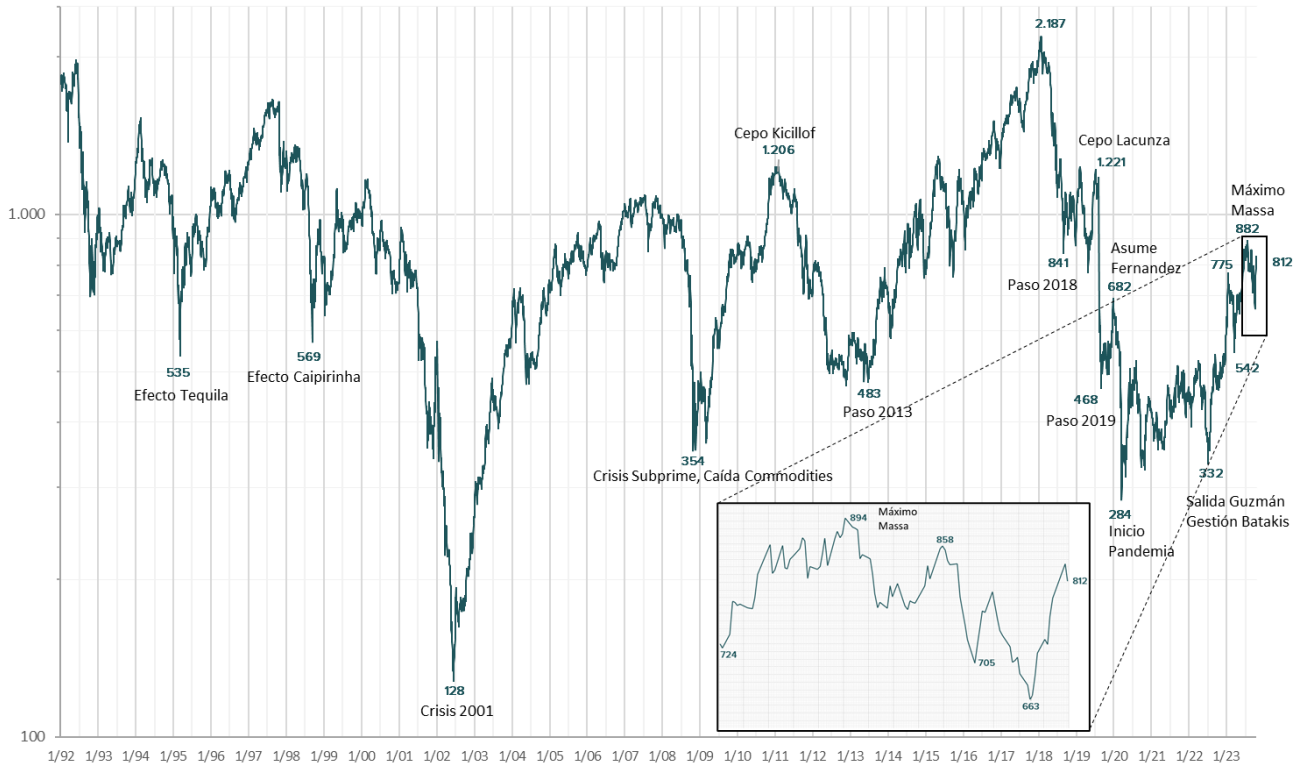
Fuente: IEB en base a Refinitiv

A pesar de la fuerte corrección que experimentó la deuda argentina luego de las PASO, probablemente la victoria de Milei aun no esté incorporada completamente en los precios. En caso de concretarse este escenario la incertidumbre aumentará, principalmente respecto al grado de implementación de sus propuestas económicas, que se reflejaría en un rápido aumento en los tipos de cambios financieros y una aceleración de la nominalidad que tendrá un impacto negativo en las paridades de los activos. Por otro lado, si JxC quedará fuera del ballottage, probablemente también veamos una pérdida de valor en los activos locales incluso cuando las encuestas advierten de esta posibilidad, ya que es el espacio político con el cual el mercado más se entusiasma dado el respaldo político y la experiencia previa de su equipo.

EQUITY ARGENTINO

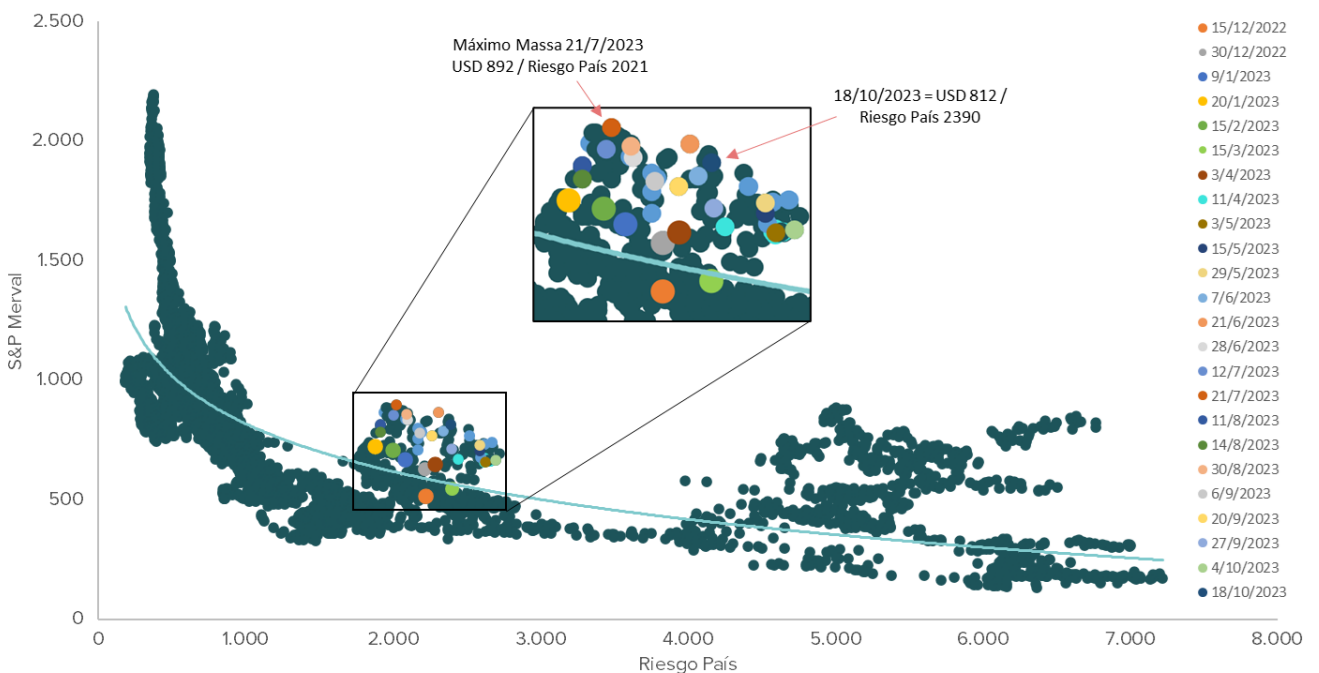
Los inversores han buscado cobertura frente al tipo de cambio en las últimas dos semanas previo a las elecciones generales, lo que llevó al índice S&P Merval a valores por encima de los USD 800, llegando a USD 834 al cierre del martes. No obstante, la fuerte caída en los futuros de dólar y el mal humor global en los mercados de equity por el incremento de la tasa a 10 años del Tesoro de EE.UU., desembocó en un sell-off en el mercado de equity argentino, llevando al S&P Merval a retroceder un 6% en dólares al día de hoy.

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



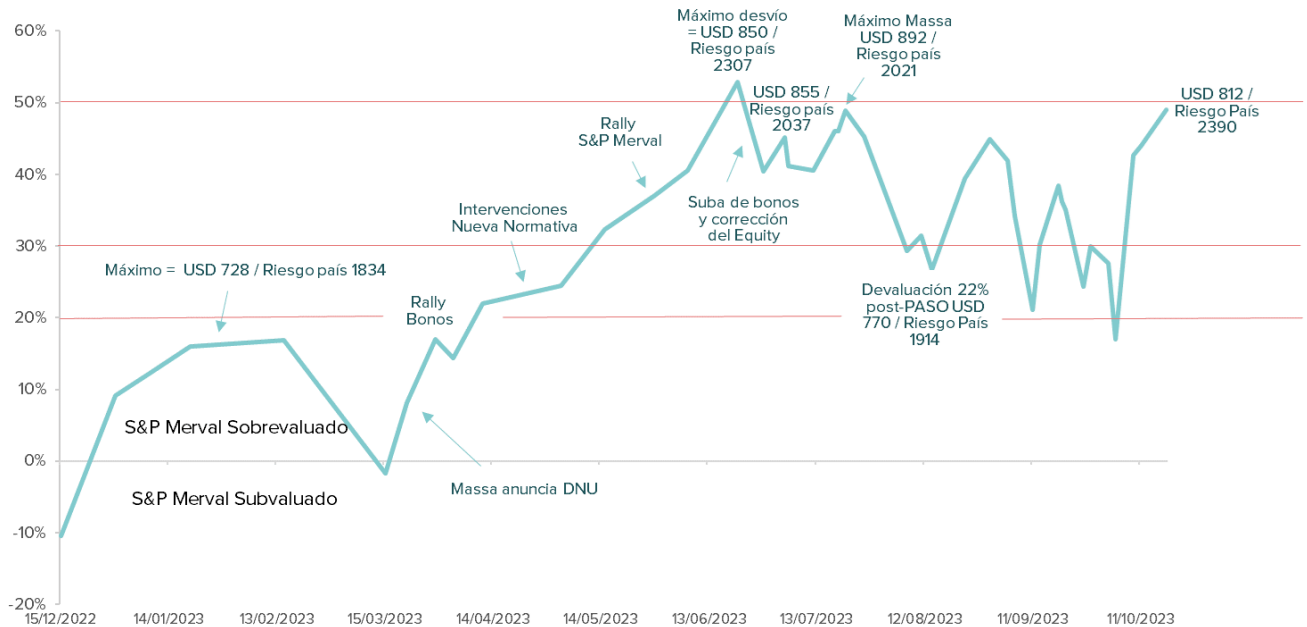
La correlación entre el S&P Merval y los valores de riesgo país históricos alcanzó nuevamente valores previos a las elecciones PASO, alejándose de valores razonables para el riesgo país actual, lo que refleja la búsqueda de cobertura en las acciones argentinas.

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Tras la suba que mostró el índice S&P Merval en las últimas semanas, el desvío se acerca nuevamente a valores máximos de sobre-valoración, alcanzando un desvío del 49% frente a los niveles de riesgo país al cierre de ayer.

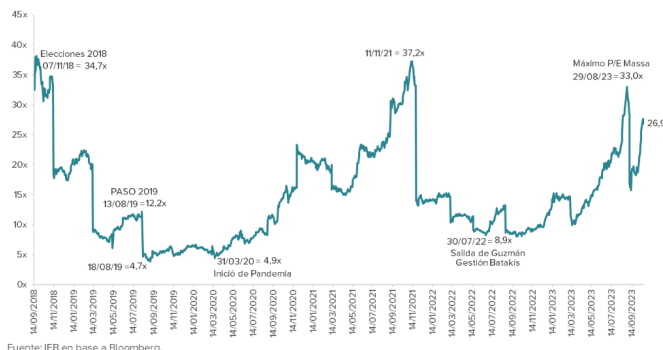
Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByrnaData

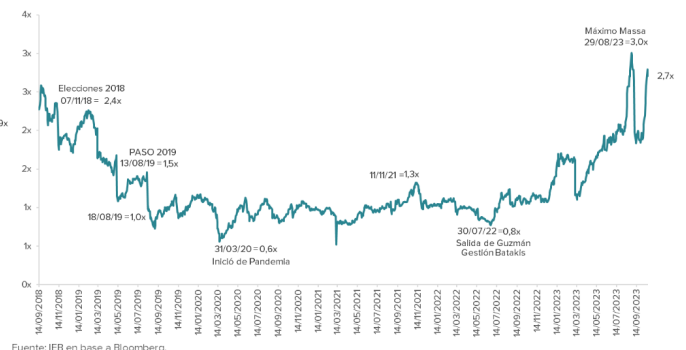
A solo una rueda de las elecciones generales, el S&P Merval vuelve a mostrarse sobre valorado si observamos los múltiplos de valuación, llegando a un Price Earning de 26,9x y Price to Book de 2,7x, ambos mostrándose en valores muy cercanos a los pre-PASO, lo que da cuenta de un mercado en busca de cobertura dada la incertidumbre electoral.

S&P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

S&P Merval Price to Book Ratio

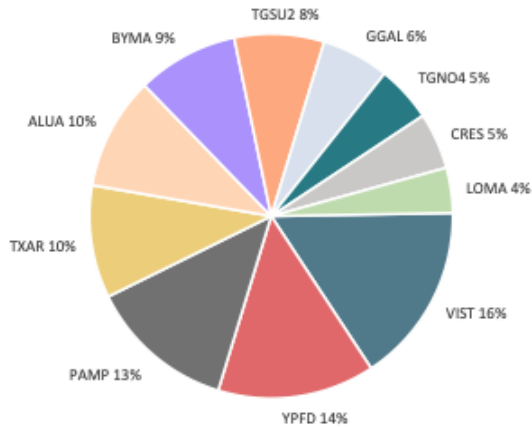


Fuente: IEB en base a Bloomberg.

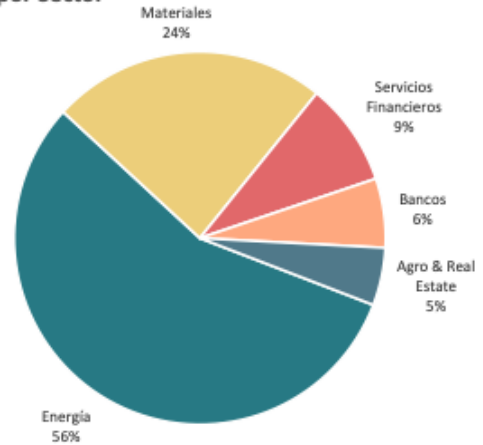
Dado este escenario en el equity argentino, mantenemos nuestra preferencia por compañías que cuenten con drivers genuinos para continuar creciendo, como puede ser en el sector de Oil & Gas (VSTA, YPF, PAMP, TGS, TGN) y el Agro & Real Estate (CRES) ante una normalización de la próxima campaña. O bien, aquellas compañías que cuenten con una mayor parte de sus ventas atadas a precios

internacionales de modo que puedan realizar un buen pass-through de inflación/devaluación (TXAR, ALUA, LOMA). Así mismo, continuamos a favor de mantener la acción de BYMA en cartera a modo de sumar un componente defensivo.

Cartera de Equity Argentino



Cartera por Sector



La estrategia de sobreponderar el sector energético en nuestra cartera de equity argentino nos ha permitido obtener un rendimiento anual por encima de nuestro benchmark - el S&P Merval - durante 2023.

	2023												Rto. Anualizado
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	
Cartera	13,76%	-2,21%	-0,42%	22,36%	22,48%	22,42%	8,16%	41,45%	-6,07%	37,87%	-	-	557,30%
S&P Merval	25,47%	-2,40%	-0,70%	21,26%	14,81%	24,61%	7,24%	42,98%	-13,93%	42,01%	-	-	541,22%

Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval



Adicionalmente, realizamos un attribution analysis de nuestra cartera de equity argentino desde la última rotación. Durante este periodo, la cartera obtuvo un rendimiento de 49,72%, 700 bps por encima de nuestro benchmark; el S&P Merval. En el mismo se destacan los rendimientos de TXAR y ALUA, las cuales aportaron el mayor rendimiento en la cartera dada la suba en su precio impulsada por la búsqueda de cobertura, seguido por VIST, dada la mayor ponderación asignada.

Ticker	Cartera	20/9/2023	18/10/2023	Variación	Attribution
VIST	16%	20027,00	29599,00	47,80%	7,65%
YPFD	14%	9509,45	13046,50	37,20%	5,21%
PAMP	13%	1200,20	1673,00	39,39%	5,12%
TGSU2	8%	1678,60	2608,90	55,42%	4,43%
TGNO4	5%	750,50	996,00	32,71%	1,64%
TXAR	10%	602,50	1109,50	84,15%	8,41%
ALUA	10%	628,50	1216,00	93,48%	9,35%
LOMA	4%	906,40	1272,05	40,34%	1,61%
BYMA	9%	528,00	678,50	28,50%	2,57%
CRES	5%	490,58	828,20	68,82%	3,44%
GGAL	6%	1124,30	1178,25	4,80%	0,29%
	100%				49,72%
S&P Merval					42,15%

CARTERA DE CEDEARS

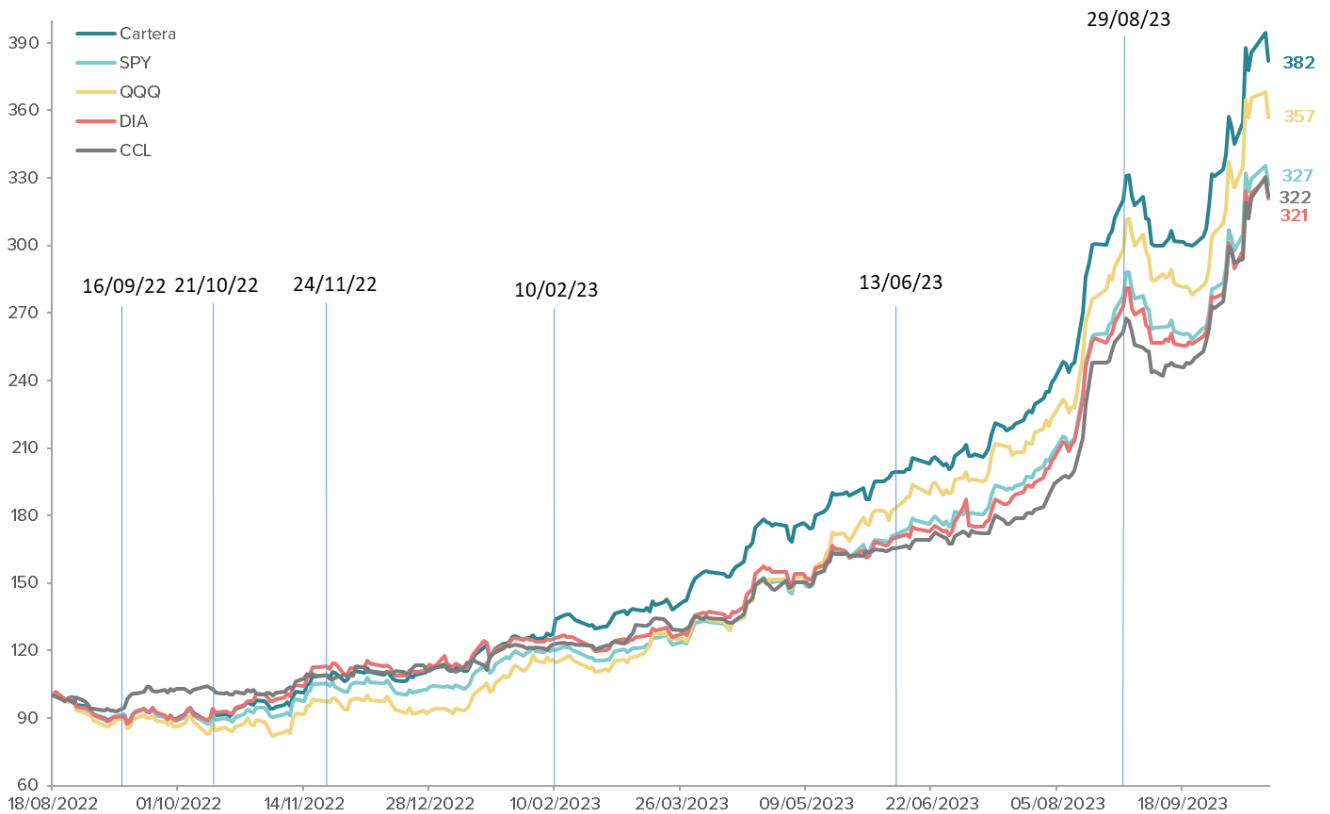
Por el lado internacional, el aumento en las tasas largas de los bonos del Tesoro de EE.UU llevó a los inversores a reducir su exposición a activos de riesgo, generando un “Fly to Quality” en los mercados.

No obstante, nuestra cartera de CEDEARs mostró un retroceso menor al de nuestro benchmark; el SPY (S&P 500) y también que el DIA (Dow Jones Industrial) y QQQ (Nasdaq-100).

A pesar de la caída, nuestra cartera continúa mostrando un rendimiento anualizado de 213,46%, aún superior al de nuestro benchmark el SPY (S&P 500) que ha mostrado un rendimiento de 182,33%.

2023													
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Rto. Anualizado
Cartera	11,66%	3,94%	16,33%	16,01%	6,10%	10,39%	12,34%	38,93%	2,72%	15,41%	-	-	213,46%
SPY	13,86%	-2,48%	14,33%	13,75%	8,22%	11,29%	11,19%	38,99%	0,21%	16,38%	-	-	182,33%
DIA	10,50%	-4,21%	12,78%	14,13%	4,55%	9,39%	11,20%	38,32%	1,62%	15,93%	-	-	182,33%
QQQ	18,83%	-0,27%	20,66%	12,49%	16,12%	11,41%	11,59%	39,40%	0,24%	16,79%	-	-	279,00%
CCL	7,61%	0,79%	0,79%	8,59%	11,36%	4,58%	7,37%	42,45%	4,01%	18,33%	-	-	185,94%

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 - Equity

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.