

21 de septiembre de 2023

Argentina Weekly

Jugando con pesos fuego

A pesar del incremento en la tasa de inflación y la decisión de la autoridad monetaria de no tocar la tasa de interés, el gobierno continuó con su catarata de anuncios electoralistas que se traducen en un plan “platita” que intentará capturar votos al costo de mayor déficit y, por tanto, emisión monetaria. Un combo bastante peligroso para una economía que se encuentra contenida en base a un rígido cepo cambiario, normativas que impiden el acceso a dólares e importaciones virtualmente cerradas.

El ministro-candidato Massa siempre bregó por la eliminación del impuesto a las ganancias. No obstante, las preguntas obligadas son: ¿por qué ahora a meses de finalizar su mandato? ¿Cómo va a financiarse el paquete de medidas? La respuesta es clara: con mayor emisión; directa o indirecta. Un espectador de la situación podría decir sin temor a equivocarse que se está jugando con fuego.

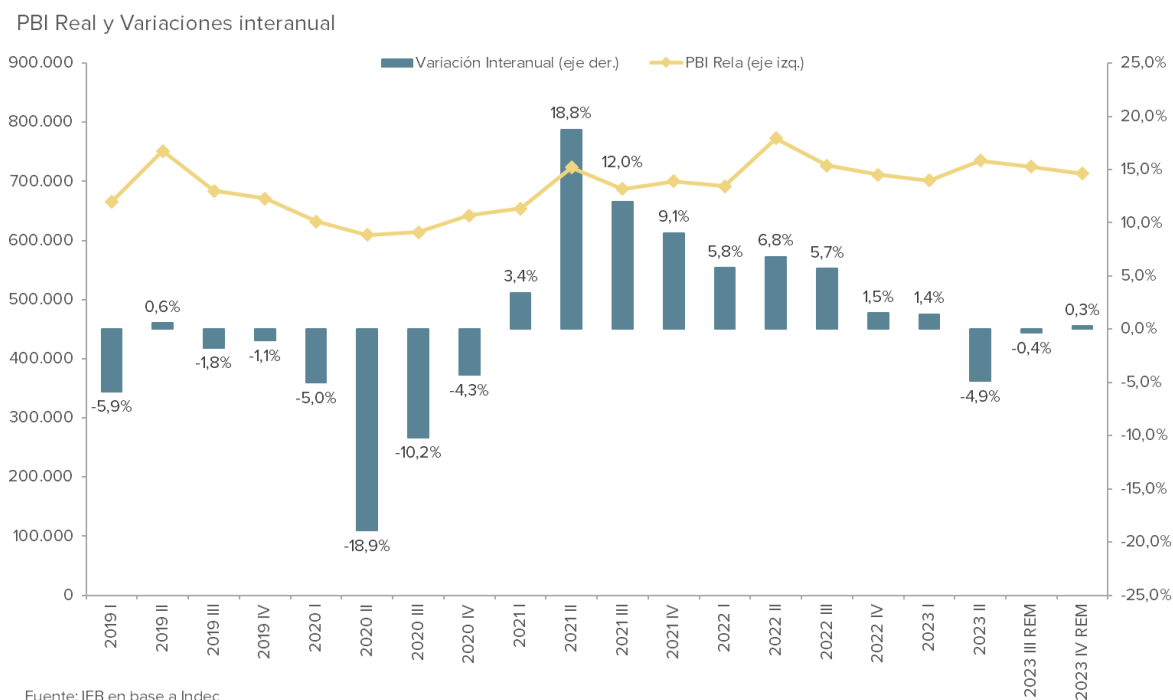
En el frente cambiario, el gobierno aseguró que el tipo de cambio oficial se mantendrá en \$350 hasta finales de octubre. Con una inflación de septiembre probable de dos dígitos, ¿continuará el BCRA sin subir la tasa? No es un dato menor; la vuelta a la tasa de interés real negativa ha puesto presión a los dólares financieros que se mantienen hoy contenidos por intervenciones y por la oferta que aporta el agro al liquidar un 25% a dólar cable. Una vez terminado el programa y en la recta final hacia las elecciones generales habrá que prestar especial atención a los FXs financieros pues pueden llegar a dar sorpresas.

Con respecto a la renta fija, creemos conveniente estar posicionados en instrumentos CER cortos para cubrirnos frente a una eventual suba de tasas, particularmente nos gusta la Lecer noviembre (X23N3). El último dato de inflación ya impacta en el CER que se encuentra corriendo a una TEA de 314,7%. Creemos que el sintético DL octubre pierde atractivo frente a un aumento en las probabilidades de que el tipo de cambio oficial no se mueva hasta ese entonces, mientras que seguimos prefiriendo mantenernos afuera de títulos a tasa fija.

Ayer realizamos un rebalanceo de nuestra cartera de acciones argentinas para reflejar un escenario en el que potencialmente se vuelva a recurrir a la renta variable como refugio frente a potenciales devaluaciones y/o incrementos en la nominalidad. No todos los sectores responden igual y vemos algunos que aún en este contexto macro complejo presentan fundamentals sólidos.

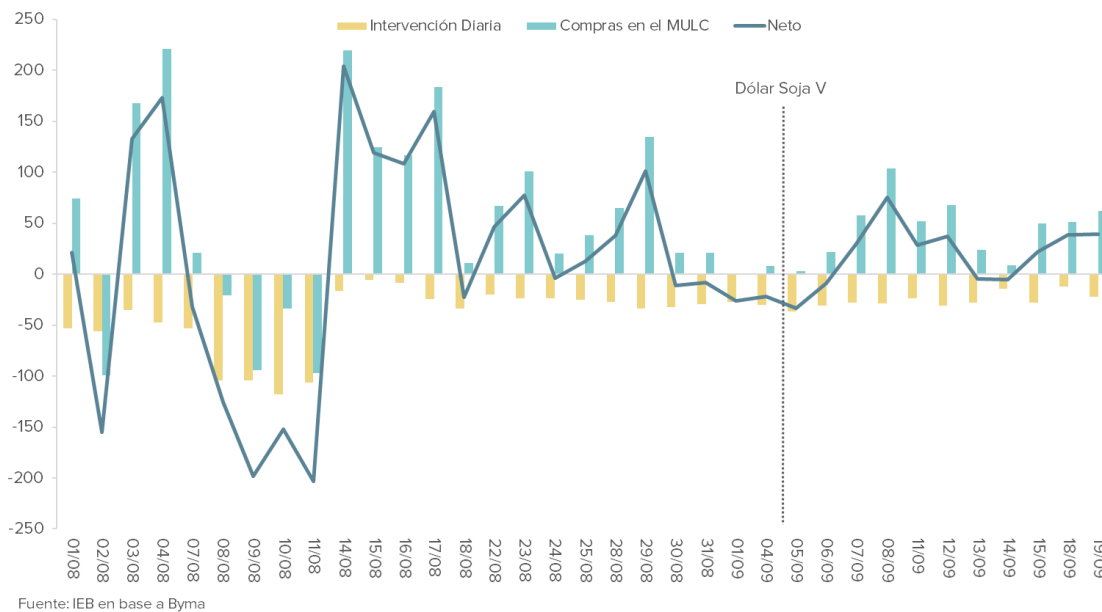
ECONOMÍA

En el día de ayer el Indec publicó el dato de PBI para el segundo trimestre del 2023, el cual reflejó una variación interanual de -4,9% y una variación desestacionalizada respecto al trimestre previo de -2,8%, siendo los sectores más golpeados Agricultura, ganadería, caza y silvicultura (-40,2%), y Pesca (-30,5%). Este dato resulta sumamente preocupante al analizarse en conjunto con la elevada inflación registrada en los últimos meses, especialmente en agosto, y profundiza las caídas proyectadas en la actividad para los meses que restan: el último REM publicado por el BCRA subestimó ampliamente la contracción, ya que pronosticaba una caída del producto para el segundo, tercer y cuarto trimestre de tan sólo 1,5%. Argentina hoy se encuentra en una estanflación.



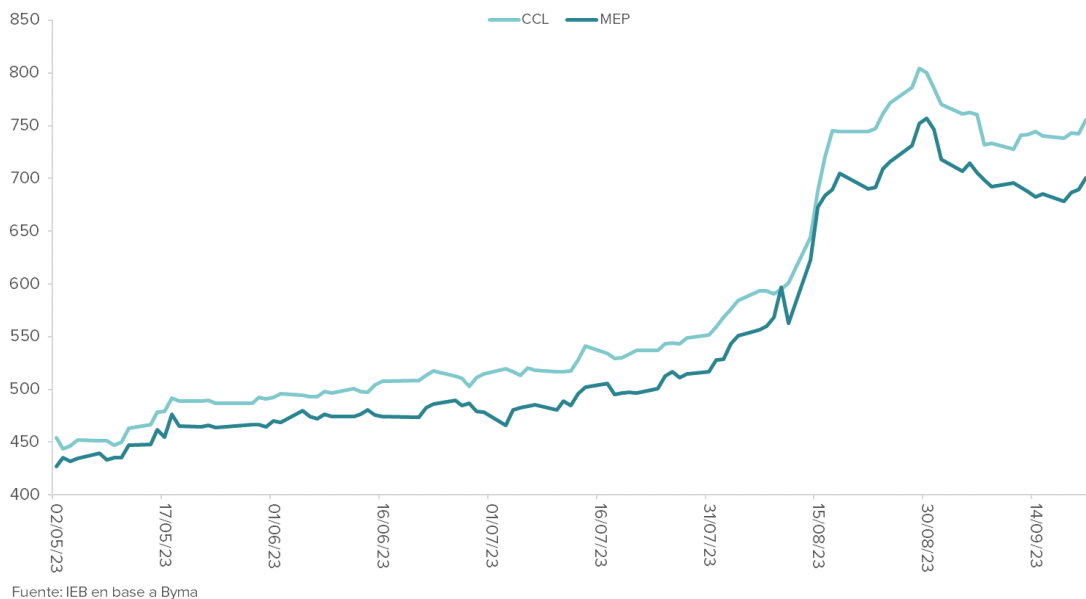
En cuanto a los dólares, la intervención oficial se hizo notar, con el CCL y MEP manteniéndose prácticamente sin cambios en la última semana. Las liquidaciones del agro a través del Dólar Soja continúan permitiéndole al BCRA acumular dólares para alejar los FX financieros de los máximos alcanzados post PASO, acumulando compras por USD 504 MM en el MULC desde comenzado el programa, con la brecha cediendo desde 130% hasta 112%. Sumado a la intervención oficial, la libre disponibilidad del 25% de las divisas del agro asistieron en la contención del CCL sin acción directa de la autoridad monetaria. Sin embargo, esta calma en los dólares podría estar llegando a su fin con la conclusión de la quinta edición del Programa de Incremento Exportador en la próxima semana, con lo cual no sería ninguna sorpresa observar un impulso al alza en las cotizaciones en las primeras semanas de octubre, o incluso antes, más aún teniendo en cuenta la cercanía a las elecciones generales.

Estimación de la intervención neta en MEP/CCL (En millones de USD)



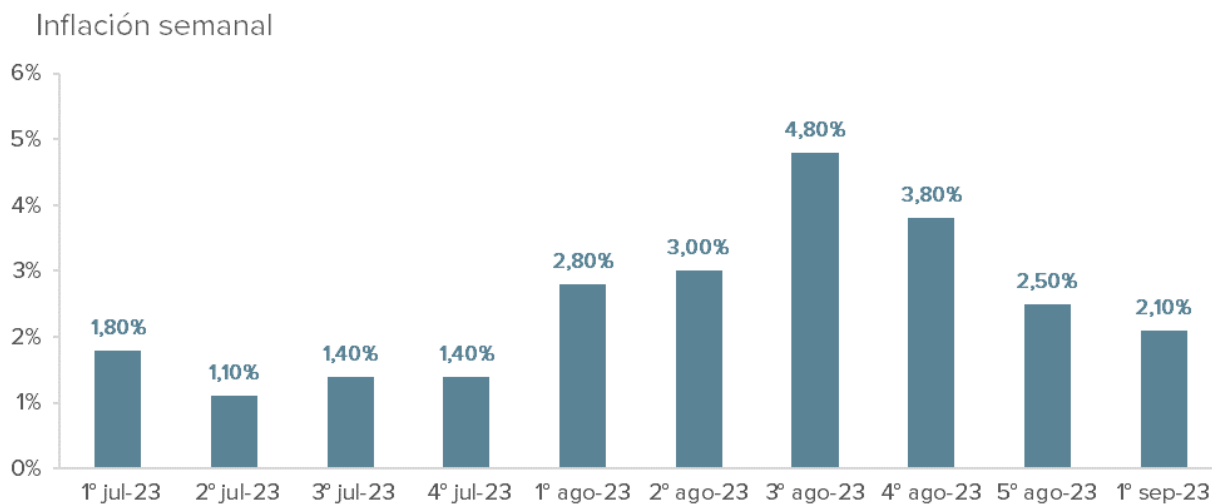
De todas formas, desde comenzado el Dólar Soja 5 el BCRA ha logrado acumular intervenciones netas positivas, es decir ha acumulado divisas luego de tenidas en cuenta las intervenciones a través del mercado secundario de bonos y en el MULC. Sabiendo esto, es posible que la intervención en los dólares continúe en los primeros días de octubre, aunque la extensión e intensidad de las mismas dependerá de los volúmenes de liquidación en los últimos días del programa - estos resultaron mayores al promedio sobre el final en ediciones anteriores - y, nuevamente, de las intervenciones netas en la próxima semana. Aún así, el objetivo del gobierno parece claro: sostener la calma cambiaria previo a las elecciones.

MEP y CCL (calculado con Lede y ADRs)



Sumado a esto, el gobierno dejó en claro su intención de sostener el tipo de cambio en su nivel actual de \$350 hasta finales de octubre, lo cual nos empuja a pensar que el mismo destino le depara a las tasas de interés, que continúan negativas en términos reales con un piso de inflación para septiembre del 11%. Dado el elevado ritmo inflacionario, los rendimientos negativos en pesos, y la incertidumbre preelectoral, muy posiblemente se observe un proceso de dolarización generalizado que sume presión a los FX financieros y empuje al gobierno a intensificar la intervención.

En cuanto a la inflación, la Secretaría de Política Económica informó la semana pasada que publicará datos de inflación semanales, todos los viernes. Además, en el comunicado oficial afirmaron que el pico de inflación semanal se dió luego de la devaluación del dólar oficial, donde los precios aumentaron 4,8%, mientras que en las semanas siguientes la evolución de los precios se habría desacelerado. El último registro correspondiente a la semana del 4/9 - 10/9 mostró una variación en los precios de 2,1%. El arrastre estadístico ya deja como piso para el mes de septiembre una inflación de 9%, lo que sugiere que el nuevo dato volverá a ser de dos dígitos. Para que esto no suceda, los datos de las próximas tres semanas deberían ser de solo 0,5%, en cambio si se mantiene la tendencia de la última semana y la inflación semanal es de 2%, el registro mensual alcanzaría 12,3%.



Fuente: IEB en base a Secretaría de Política Económica

	Inflación semanal lo que resta de septiembre				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Inflación Septiembre	10,7%	11,5%	12,3%	13,2%	14,0%

Sumado a esto, el plan “platita” del Ministro de Economía incrementando gasto y reduciendo recaudación con una gama amplia de medidas como la devolución del IVA, modificación del impuesto a las ganancias, y pago de bonos a trabajadores en relación de dependencia, muy posiblemente continúe echando leña al fuego para la inflación debido al origen del financiamiento de este paquete: mayor emisión.

Dado el compromiso de sostener el tipo de cambio oficial en su valor actual, la inflación de 12,4% en septiembre, y las expectativas de un ritmo inflacionario sostenido para los próximos meses, la mejora del tipo de cambio real obtenida tras la devaluación post PASO ya fue ampliamente reducida y posiblemente continúe debilitándose conforme avance el año. Con un piso de 11% para la inflación del mes corriente, y un dato para octubre de dos dígitos muy posiblemente, el tipo de cambio real se vería reducido por debajo del nivel previo a las elecciones primarias una vez que llegue la primera vuelta presidencial, dejando en claro la ineficacia de una devaluación sin un plan que ataque el problema de fondo: el déficit.

El jueves de la semana pasada el Tesoro logró captar \$1,18 BB logrando un financiamiento neto positivo de \$490.000 MM correspondiente a una tasa de rollover de 171%. De esta forma en lo que va del mes lleva acumulado un financiamiento neto de \$955.000 MM faltando una licitación para cerrar el mes. El nuevo Dual junio (TDJ24) se llevó el 55% del total adjudicado saliendo a una tasa de DL-7,1%, en línea con el mercado secundario. El mercado parece estar incorporando a sus expectativas la posibilidad de una salida del cepo más gradual, lo que vuelve más atractivos los bonos duales con vencimientos en la segunda mitad del próximo año. Por otra parte, desde el Mecon afirmaron que casi la totalidad de las ofertas vinieron del sector privado.

Durante el viernes se adjudicaron puts de liquidez sobre la deuda en pesos por \$452.000 MM que sumado a lo adjudicado al Bonte TG25 indicaría que los bancos tuvieron una participación cercana al 45% en la última licitación. La próxima licitación es el miércoles 27/9 donde el Tesoro enfrenta vencimientos por \$243.000 MM correspondientes al Dual septiembre.

Sin embargo, se estima que durante los días el BCRA intervino en el mercado secundario de bonos en pesos por alrededor de \$370.000 MM que pueden haberse volcado luego a la licitación. En lo que va del año las intervenciones del BCRA en el mercado secundario sumado al ejercicio de puts de liquidez totalizan \$4,05 BB, lo que explica en su totalidad al financiamiento neto obtenido por el Tesoro durante este período de \$3,86 BB.

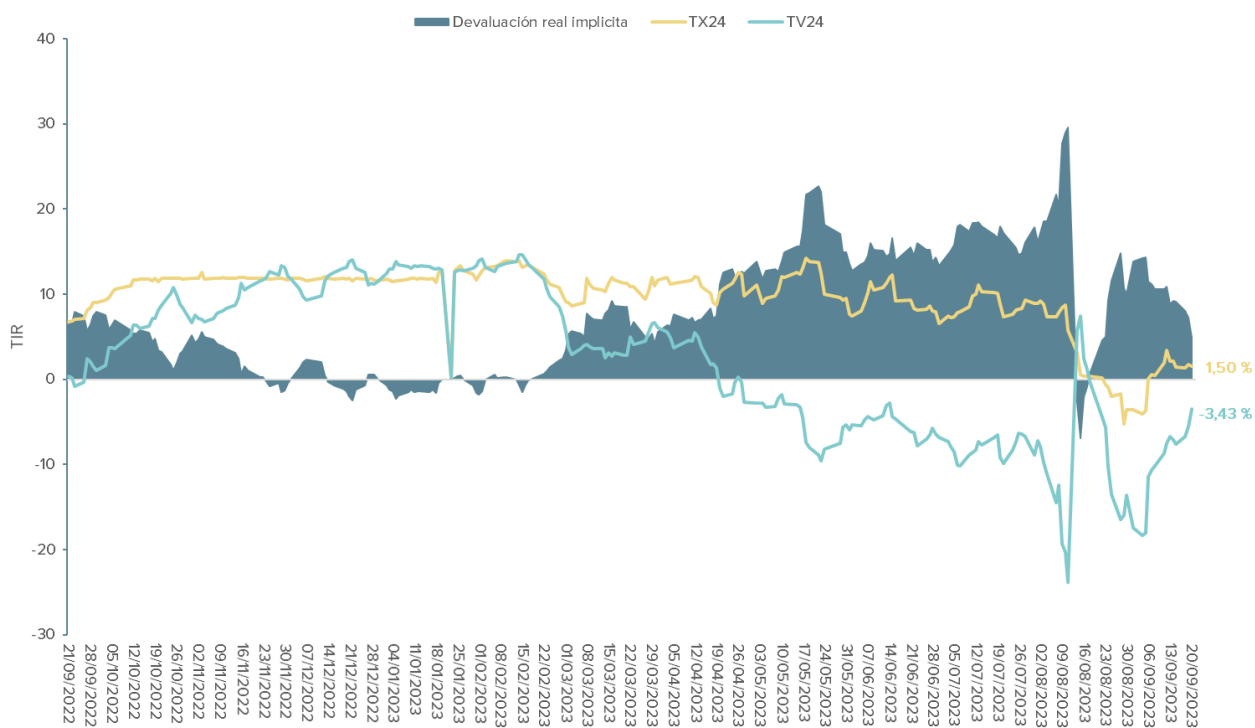
Luego de los anuncios de los diferentes estímulos fiscales, que se estiman acrecentarán el déficit en lo que queda del año por alrededor de \$1 BB, es de esperarse que este agujero fiscal sea cubierto con esta maniobra que implica un financiamiento indirecto del BCRA al Tesoro, por lo que seguramente sigamos viendo compras de la autoridad monetaria en el mercado secundario de deuda en pesos.

DEUDA EN PESOS

Todas las curvas de la deuda en pesos siguen mostrando debilidad esta semana. Los activos Dólar Linked caen 2,8% en promedio y operan con TIRs cercanas a DL-2%, mientras que los bonos CER cuyos vencimientos operan a partir de 2025 muestran retrocesos en torno al 4%. Los duales caen 4% a excepción del TDS23 próximo a vencer que se mantiene en terreno positivo. Finalmente, las Lecer fueron los únicos activos que acumulan subas en la semana en torno al 1,50%, junto con los Boncer con vencimientos en 2024 que acumulan una suba de 1,4% en la semana. La semana pasada también fue mala para la deuda en pesos, con los bonos CER cayendo 1,8%, duales 0,9% y DL 0,4%.

Si miramos los spreads del TX24 y TV24 a comienzos de mes priceaban una devaluación real implícita de 14% que con la caída en la paridad que sufrió el TV24 en las últimas semanas comprimió a niveles de 4%. Recordemos que en las semanas previas a las PASO dada la alta demanda por cobertura cambiaria la diferencia entre las TIRs de estos títulos se acercó a niveles de 30%.

Devaluación real implícita (TX24-TV24)

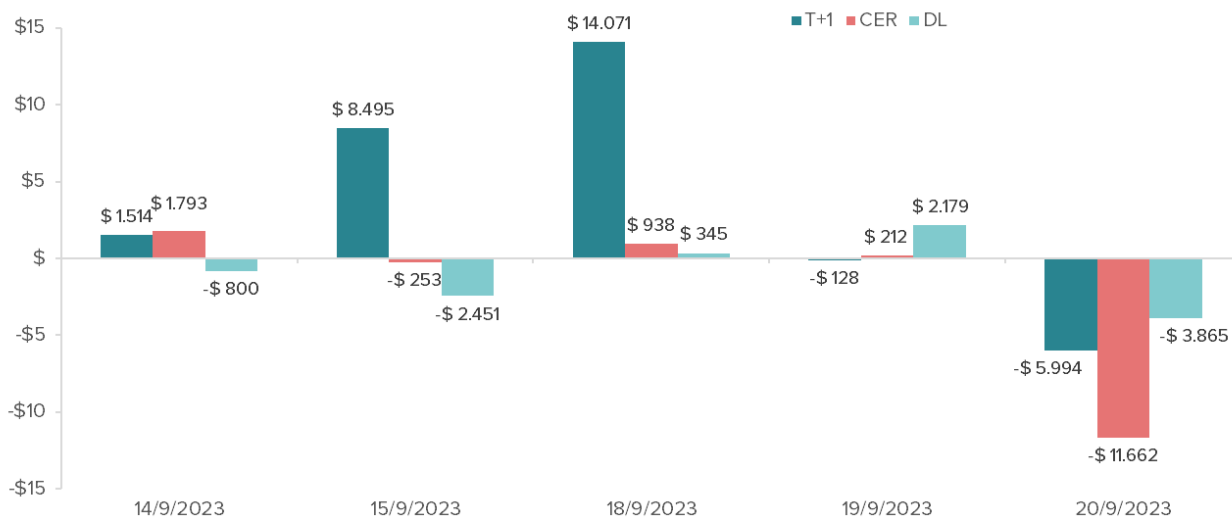


Fuente: IEB en base a a Refinitiv

Durante los últimos 5 ruedas se vuelve a observar rescates de los fondos DL por \$4.590 MM y ya acumulan \$42.700 MM en lo que va del mes, mientras que los fondos CER suman rescates por \$13.500 MM en las últimas 5 ruedas aunque no alcanza a revertir la tendencia del mes que aún se mantiene con flujos positivos por \$7.270 MM. Con respecto a los fondos T+1 vemos suscripciones en las últimas 5 ruedas por

\$17.958 MM mientras que en lo que va del mes continúa con un flujo negativo por \$15.680MM. Finalmente, los fondos MM tuvieron suscripciones por \$141.230 MM en las últimas 5 ruedas.

Flujos de Fondos Comunes de Inversión (en ARS MM)



Fuente: IEB en base a 1816

Actualmente tenemos al CER corriendo a 12,4% TEM contra el tipo de cambio oficial fijo y la Lede octubre rindiendo 9,3% TEM. Frente a esto optamos por posicionarnos en títulos CER cortos, optando por la Lecer noviembre (X23N3) que actualmente opera en CER -4,6%.

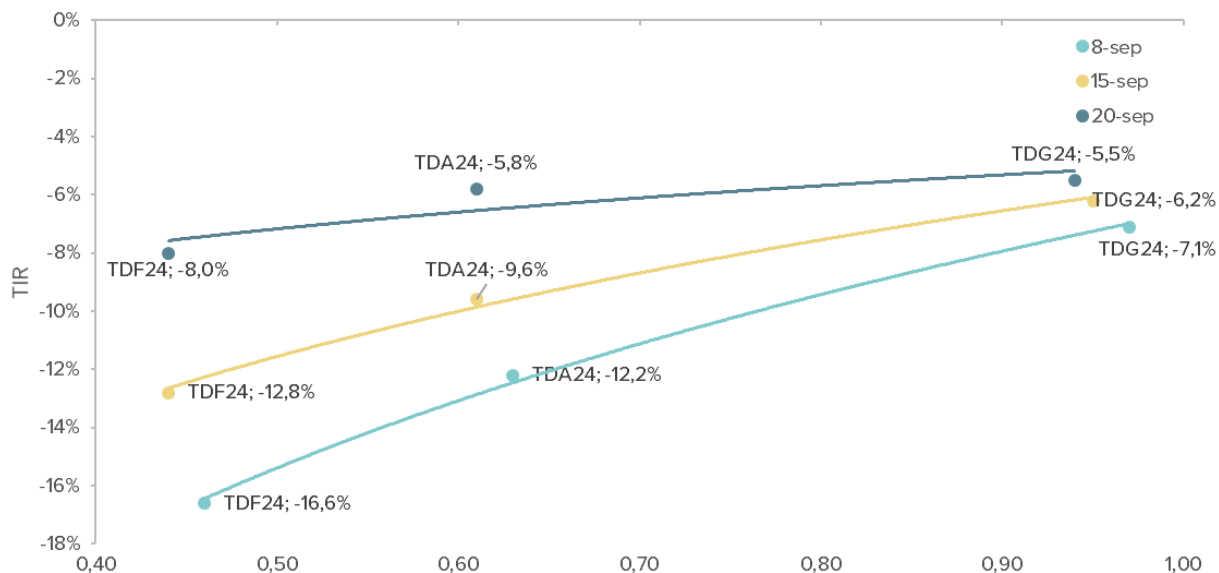
El mercado parece incorporar el hecho de que el salto discreto del tipo de cambio no se daría en octubre con una brecha cambiaria estabilizada. En línea con esto Rubinstein declaró que el tipo de cambio oficial se mantendrá hasta mediados de noviembre y luego se retoma un crawling peg. De todas formas el contrato de dólar futuro octubre continúa priceando una devaluación implícita de 13%. Frente a este escenario pierde atractivo el sintético DL a octubre.

De todas formas creemos que a medida que nos acerquemos a las elecciones la demanda por cobertura cambiaria irá en aumento. El dólar Soja V finaliza en septiembre lo que dejará al gobierno con menor oferta de dólares en las semanas previas a las generales y además se debe tener en cuenta la fuerte apreciación que está sufriendo el tipo de cambio real con el último dato de inflación y el de septiembre que se espera que alcance los dos dígitos. Seguramente el tipo de cambio real llegue a las elecciones por debajo de los niveles previos a la última devaluación. Todo esto podría generar una mayor presión en el frente cambiario logrando que se reactive la demanda por títulos atados al tipo de cambio oficial.

En este sentido nos sigue gustando el TDF24 que, como vimos en los escenarios que planteamos de devaluación, es el activo que muestra el mejor desempeño. Además que nos permite mantener la

opcionalidad CER. Como mencionamos anteriormente, en las últimas semanas la curva de duales también se vio castigada, con el TDF24 pasando de operar con una TIR de DL -16% a DL -8% en el cierre de ayer, lo que brinda un mejor punto de entrada.

Curva de Duales (DL)



Fuente: IEB en base a Byma Data.

BONOS SOBERANOS

La deuda soberana vuelve a mostrar retrocesos esta semana y ya está casi 11% por debajo de los valores de finales de agosto. En lo que va de la semana la deuda hard dollar muestra caídas en promedio de casi 4%. Ayer antes de conocerse la decisión del FOMC la deuda ya retrocedía 1% y luego de este comunicado profundizó la caída, cerrando con pérdidas de entre 1,8% y 2,7%.

Los Globales están siendo más golpeados que los Soberanos, cayendo los primeros 4,1% mientras que los bonos con ley local retroceden 3,7%. Los títulos más castigados en lo que va de la semana son el GD38 y AE38, que caen 5,26% y 5,47% respectivamente.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

La autoridad monetaria no modificó la tasa de política monetaria, como descontaba el mercado, pero las proyecciones del comité indican que se mantendrán elevadas por más tiempo de lo que proyectaba el mercado. La dinámica de la deuda local difiere de lo que se observa en el resto de la deuda emergente, donde este cambio en la trayectoria de tasas parece no haber tenido un impacto demasiado significativo. La performance de la deuda emergente medido a través del ETF EMB mostró una leve caída de 0,08% al cierre de la rueda de ayer.

Por lo tanto, la caída de la deuda soberana argentina parece explicarse en gran parte por factores locales. Como venimos observando la deuda argentina continúa mostrando un desempeño notablemente peor a sus pares, dada la percepción de un mayor riesgo soberano argentino.

Por otra lado, la intervención del BCRA en el mercado de bonos buscando contener los dólares financieros, parece haber disminuido en el día de ayer con respecto al martes. De todas formas estimamos que en lo que va de septiembre ya se desprendió cerca de USD 400 MM, y creemos que luego de que finalice el dólar soja la intervención oficial irá en aumento. Principalmente teniendo en cuenta que en las semanas previas a las elecciones la demanda de dólares tiende a aumentar.

AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

El AL30 en particular sufrió una caída en su paridad esta semana de 4,90% y vuelve a operar en niveles por debajo de los USD 30. Nuevamente ofrece un punto de entrada interesante ya que consideramos que estos valores están en línea con valores de recupero de las reestructuraciones históricas más agresivas. Con respecto al spread de jurisdicciones con su par ley NY el mismo se mantiene cercano al 16%. En estos niveles, para quienes tengan un horizonte de largo plazo, creemos que la relación riesgo retorno se vuelca ampliamente a favor de este último.

EQUITY ARGENTINO

Ayer elaboramos un [informe](#) en el que realizamos un rebalanceo de la cartera de acciones argentinas y analizamos el rendimiento de la misma. Las empresas argentinas se enfrentan a un período que vendrá signado por alta incertidumbre y desafíos. Por un lado se encuentra el escenario macroeconómico que dificulta especialmente el crecimiento en las ventas y ganancias y su consecuente impacto en los márgenes. En este contexto se hace difícil pensar en proyectos de inversión que impacten positivamente en las valuaciones de las empresas. Por otro lado, el ruido político característico de un proceso electoral añade incertidumbre dado que los programas económicos propuestos auguran un difícil camino hacia una normalización de la macroeconomía.

Vemos un S&P lateralizando en valores entre USD 700 y USD 850 con inversores que probablemente vuelvan a buscar refugio en las acciones antes de las elecciones. Es por ello que consideramos algunos criterios importantes al momento de seleccionar dichas acciones:



Es en este contexto en el que consideramos que la estrategia más adecuada es justamente seleccionar para la cartera aquellas acciones que cumplan con los siguientes criterios:

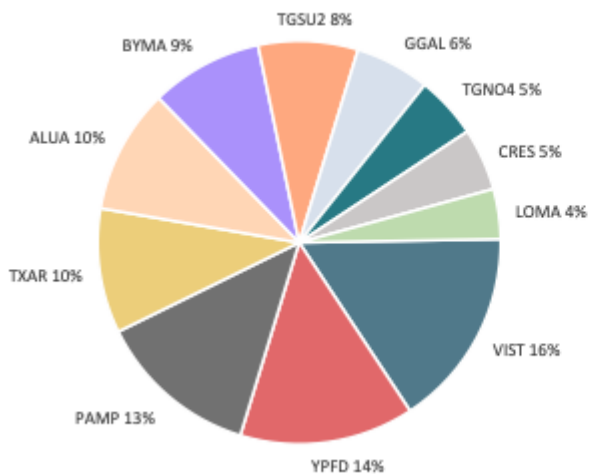
1. Puedan hacer un buen pass-through de inflación y/o devaluación
2. Tegan drivers genuinos aún en este contexto macro complejo
3. Comercialicen bienes que se encuentran ligados al tipo de cambio
4. Destinen un interesante porcentaje de sus ventas al exterior

Así nuestra cartera quedó definida de la siguiente manera:

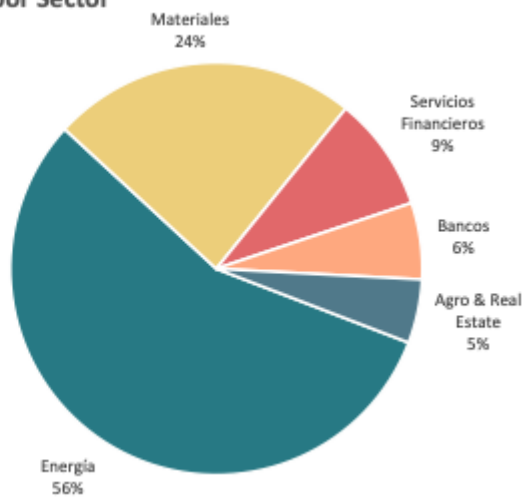
	30/07/2022	11/01/2022	01/05/2023	04/05/2023	20/09/2023
VIST*	-	-	-	15%	16%
YPFD	-	10%	10%	14%	14%
PAMP	25%	25%	30%	13%	13%
TXAR	10%	5%	7%	9%	10%
BYMA	12%	5%	10%	8%	9%
ALUA	10%	5%	-	8%	10%
TGSU2	20%	20%	14%	7%	8%
GGAL	-	-	6%	6%	6%
TECO2	12%	5%	5%	5%	-
TGNO4	-	7%	5%	4%	5%
TRAN	7%	7%	5%	4%	-
CRES	-	-	-	-	5%
BMA	-	-	4%	4%	-
CEPU	-	7%	4%	3%	-
LOMA	-	-	-	-	4%
CAPX	4%	4%	-	-	-

* VIST formaba parte de la cartera de CEDEARs. Consideramos más apropiado sumarla a cartera local.

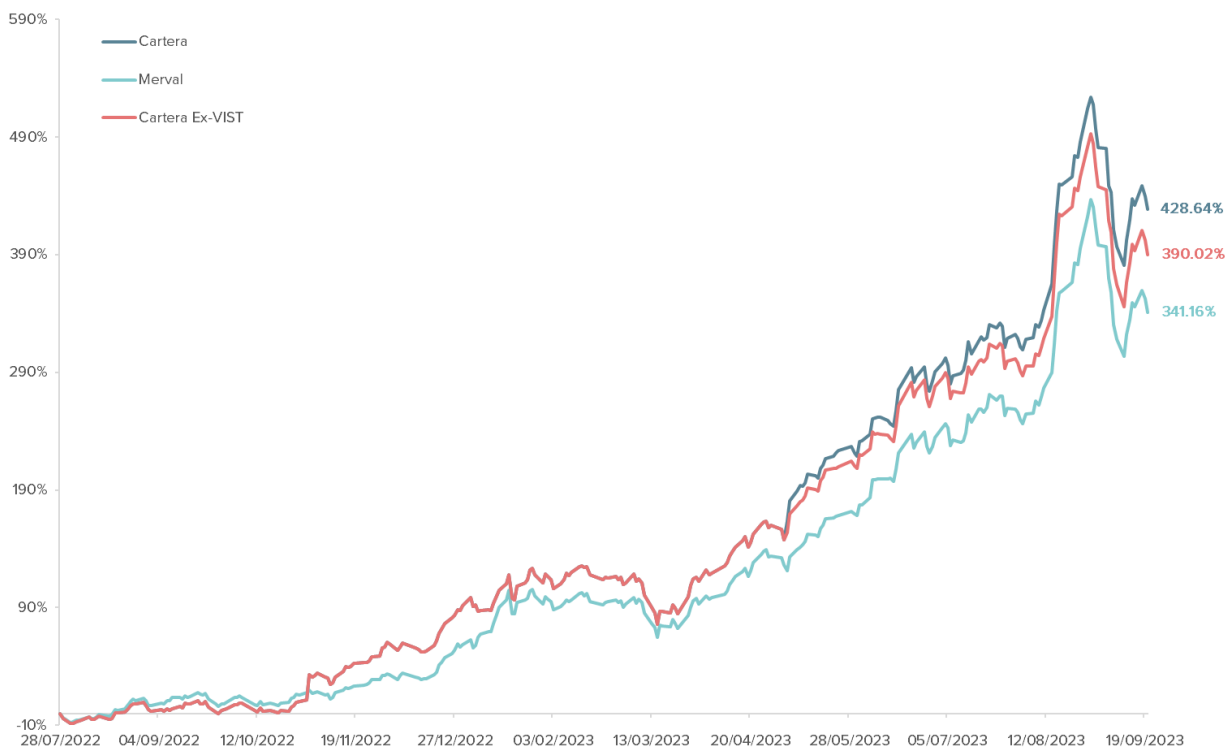
Cartera de Equity Argentino



Cartera por Sector



Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval

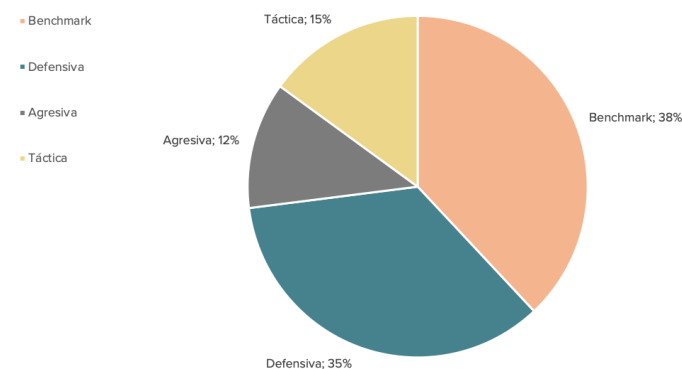


CARTERA DE CEDEARS

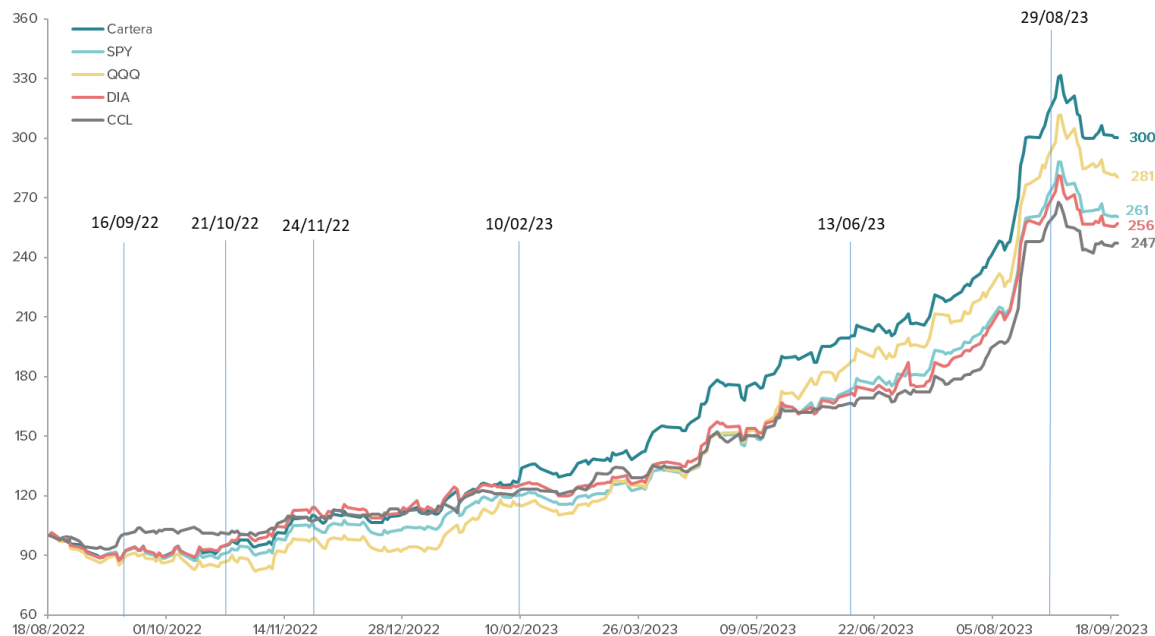
El rendimiento semanal de la cartera de CEDEARS continuó ampliamente por encima de nuestro benchmark. La cartera continúa probando ser un excelente instrumento de cobertura de tipo de cambio pero, incluso, ha presentado un retorno mayor al de nuestro benchmark, el S&P 500 (SPY) y demás índices del mercado 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
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 - 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.