

28 de septiembre de 2023

Argentina Weekly

Comprando dólares, regalando pesos

El gobierno continúa con su plan de volcar más pesos a la calle en un intento de morigerar los efectos de la inflación y acrecentar su caudal electoral de cara a las elecciones generales de octubre. La cantidad de medidas tomadas por el ministro-candidato Massa implican un incremento del gasto para 2023 de \$1,5 BB o 1% del PIB. Por otro lado, para continuar con el plan de contención de los dólares financieros esta semana se lanzó el “Dólar Vaca Muerta” con un esquema similar al del último dólar soja. Las proyecciones son de una liquidación por parte del sector de USD 1.200 MM de los cuales un 75%, \$900 MM irían al MULC y el restante 25%, USD 300 MM al CCL brindando una oferta adicional en dicho mercado que en los últimos días ha comenzado a calentarse nuevamente.

En la renta fija, creemos conveniente mantenernos cortos en la Lecer noviembre (X23N3) buscando preservar valor ante el sell-off de toda la deuda en pesos, mientras que para los títulos de mayor duration será importante ver si el BCRA sigue poniendo bids para que el mercado mantenga sus tenencias buscando el carry que brinda el CER. Con respecto a los bonos hard dollar vemos conveniente dolarizarse a través del AL30 mientras que resulta atractivo el swap de AL35 por GD35.

Las acciones argentinas iniciaron la semana con una marcada contracción llegando a tocar un piso el martes de USD 703 acercándose a la banda de 20% de sobre valuación con respecto a los niveles de riesgo, país para luego rebotar. Ese piso de 20% creemos que es el sobreprecio que están dispuestos a pagar los inversores para mantener riesgo privado en vez de soberano. Por tanto a medida que nos vamos acercando a las elecciones generales puede darse un fenómeno como el que se dio luego de la devaluación en el que el mercado buscó cobertura en el equity argentino. Es por ello que nuestra cartera se basa en elegir los mejores vehículos para que dicha cobertura sea lo más eficiente posible.

Finalmente, nuestra cartera de CEDEARs continúa rindiendo por encima de nuestro benchmark; el SPY y supera también al DIA y QQQ. Así mismo supera ampliamente la variación del CCL brindando un excelente vehículo para cobertura de cambio.

ECONOMÍA

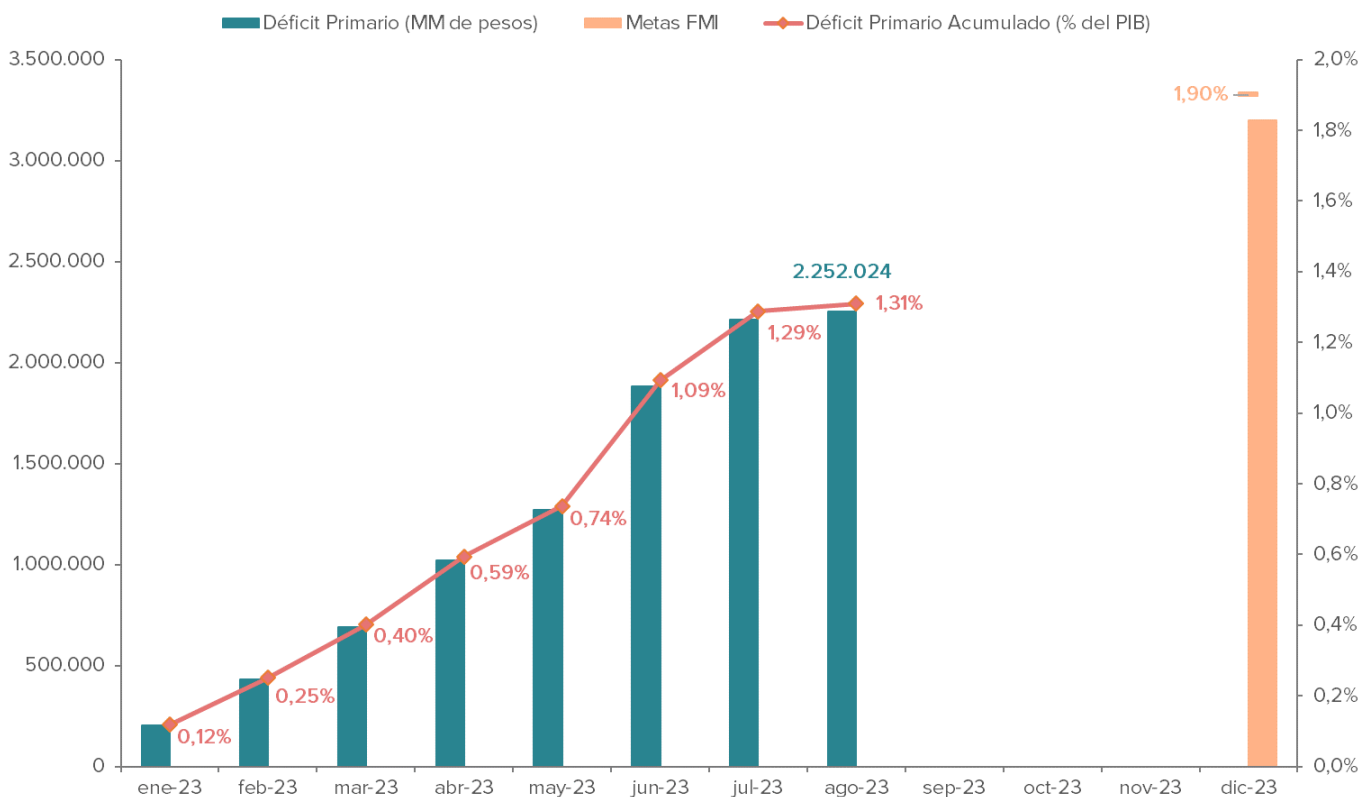
En la última semana Mecon dio a conocer el dato de déficit y gasto primario correspondiente al mes de agosto: \$36.964 MM, adicionando tan sólo un 0,02% del PBI y reflejando una desaceleración notable frente a meses previos, los cuales sumaban aproximadamente 0,2% del producto individualmente.

De todas formas, el acumulado a lo largo del año continúa inquietando, con el déficit primario alcanzando 1,3% del PBI versus una meta acordada con el FMI de 1,9% la cual difícilmente se logre cumplir con cuatro meses más por delante. En cuanto al gasto, el mismo presentó una caída de 8,4% en términos reales, con los rubros más ajustados siendo Subsidios Económicos (particularmente Energía y Transporte), y Prestaciones Sociales.

Pese a esta caída del gasto y moderación del déficit, cabe destacar el impacto fiscal del plan “platita” del Ministro de Economía, el cual continúa inyectando pesos y debilitando la recaudación con tal de incrementar sus chances de cara a las elecciones generales del próximo mes.

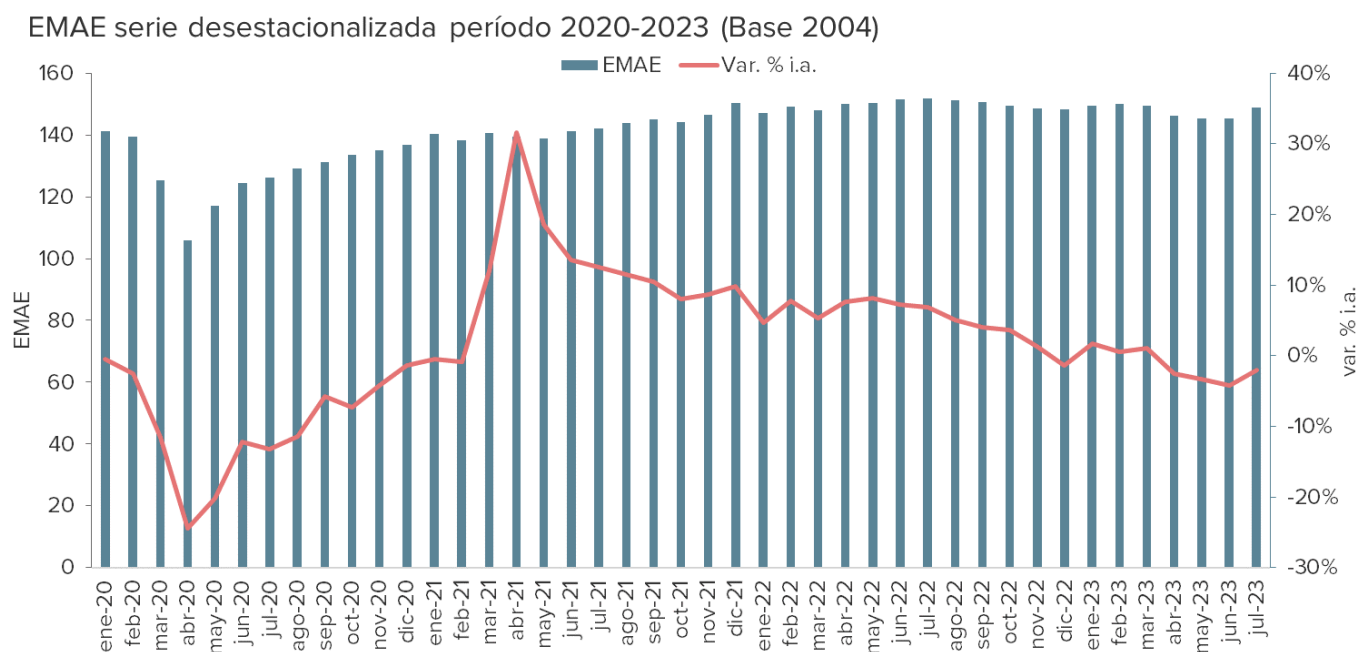
Estimamos que la serie de medidas tomadas desde el gobierno derivaría en un incremento del déficit del 1% del PBI para los próximos meses, dando como resultado un incumplimiento de la meta del Fondo.

Déficit Primario (MM de \$)



Fuente: IEB en base a Mecon

Sumado a esto, el día martes Indec publicó el Estimador Mensual de actividad económica de julio, el cual presentó una caída de 1,3% interanual y un incremento de 2,4% respecto al mes anterior en su serie desestacionalizada, con Pesca (+20,5%) y Explotación de minas y canteras (+7,1%) siendo los sectores con mayor crecimiento con respecto a igual mes del 2022. De esta forma se observa una leve recuperación en el nivel de actividad luego de la considerable caída en el segundo trimestre.



Fuente: IEB en base a INDEC

Por el lado de los dólares, el acercamiento a las elecciones, la continua inyección de pesos por las medidas anunciadas desde el Ministerio de Economía y el incipiente fin del Dólar Soja continúan empujando a los FX financieros al alza pese a la aceleración de la intervención oficial.

En la última semana el CCL rompió nuevamente la barrera de \$800 y acumuló una suba del 8% pese a la racha compradora del BCRA en el MULC, la cual continúa sin recomponer las débiles reservas de la autoridad monetaria y exagera la presión dolarizadora. Así, la brecha se disparó nuevamente al 130% alcanzado post PASO.



Aunque ya se ha observado un incremento en la intervención, esta no se encuentra en niveles cercanos a los observados previo a las elecciones primarias, y frente a la reciente escalada de los dólares - cuya presión consideramos se extenderá hasta las elecciones generales - esperamos una aceleración aún mayor de la participación oficial en el mercado secundario con tal de estabilizar las cotizaciones financieras y llegar sin grandes sobresaltos a finales de octubre.

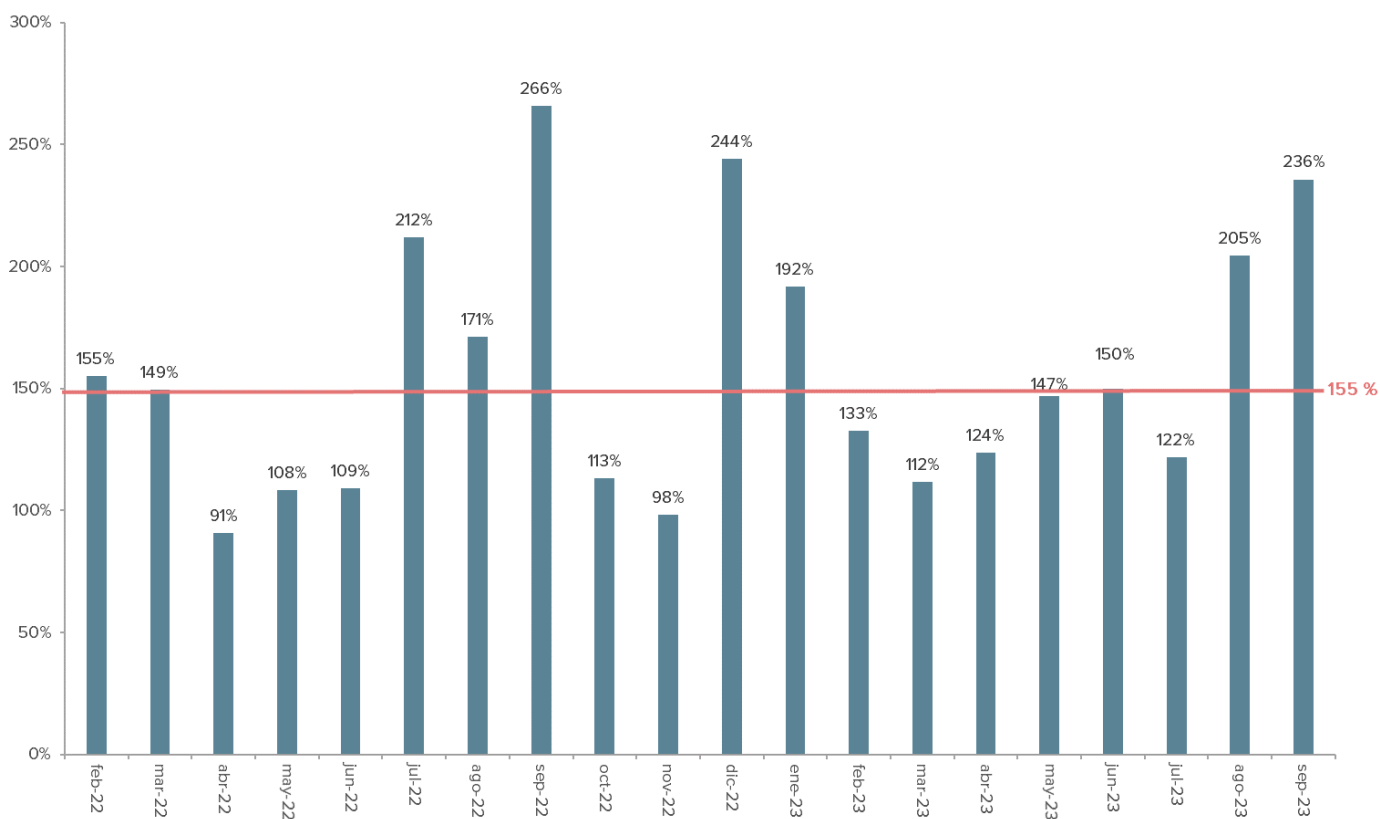
En línea con este objetivo, el ministro y candidato Massa anunció la llegada de un nuevo esquema de dólar preferencial similar al Dólar Soja, pero aplicado en este caso a petroleras en Vaca Muerta. Dicho programa se pondrá en marcha a lo largo del mes de octubre hasta las elecciones generales, con la posibilidad de extenderse en noviembre, y permitirá liquidar un 75% de las divisas en el MULC y el 25% restante al CCL, dejando actualmente un tipo de cambio efectivo de \$465, una mejora del 33% frente al tipo de cambio mayorista. Es a través de este incentivo que el gobierno espera se liquiden USD 1.200 MM, ingresando USD 300 MM al CCL y alimentando la oferta de un mercado recalentado en los últimos días por la elevada demanda. Como objetivos adicionales de la medida se suman compensar, aunque sea parcialmente, el atraso de precios por el congelamiento en combustibles, y asegurar el abastecimiento de hidrocarburos en el mercado interno,

En los días de hoy y ayer, el Tesoro estuvo llevando a cabo la última licitación del mes, en la cual enfrentaba vencimientos por \$243.000 MM correspondientes casi en su totalidad al dual septiembre (TDS23). Entre los instrumentos ofrecidos se encontraban dos lecer (enero y febrero), dos boncer (T6X4 y T4X4) y el dual junio (TDJ24). El financiamiento neto obtenido alcanzó los \$311.000 MM lo que implicó una tasa de rollover

de 228%. El 44% de los adjudicado se destinó al TDJ23 que salió a una tasa de DL-8,1%, mientras que el segundo instrumento más demandado resultó la lecer febrero que se llevó 26% del total adjudicado. Por otra parte, se estima que el BCRA habría comprado alrededor de \$232.000 MM en el mercado secundario esta semana lo que explica una buena parte del monto recaudado en esta última licitación. Desde el Mecon afirmaron que la participación del sector privado en las licitaciones del mes alcanzó el 90%. La tasa de rollover en el mes de septiembre resultó de 236%.

Finalmente, el Mecon comunicó que estará llevando a cabo un canje intra sector público de títulos en pesos con vencimiento en 2023. Se realizará de forma voluntaria y estará destinada principalmente al FGS y al BCRA que debían enviar su aceptación en el día de ayer. Los títulos elegibles para este canje incluyen: X18O3, S31O3, D31O3 y X23N3. El título por el cual podrán canjearlo es el boncer TX26. De esta forma se estima que todos los vencimientos de acá hasta final de año estarán en mano del sector privado que suman aproximadamente \$2,5 BB.

Tasa de Rollover



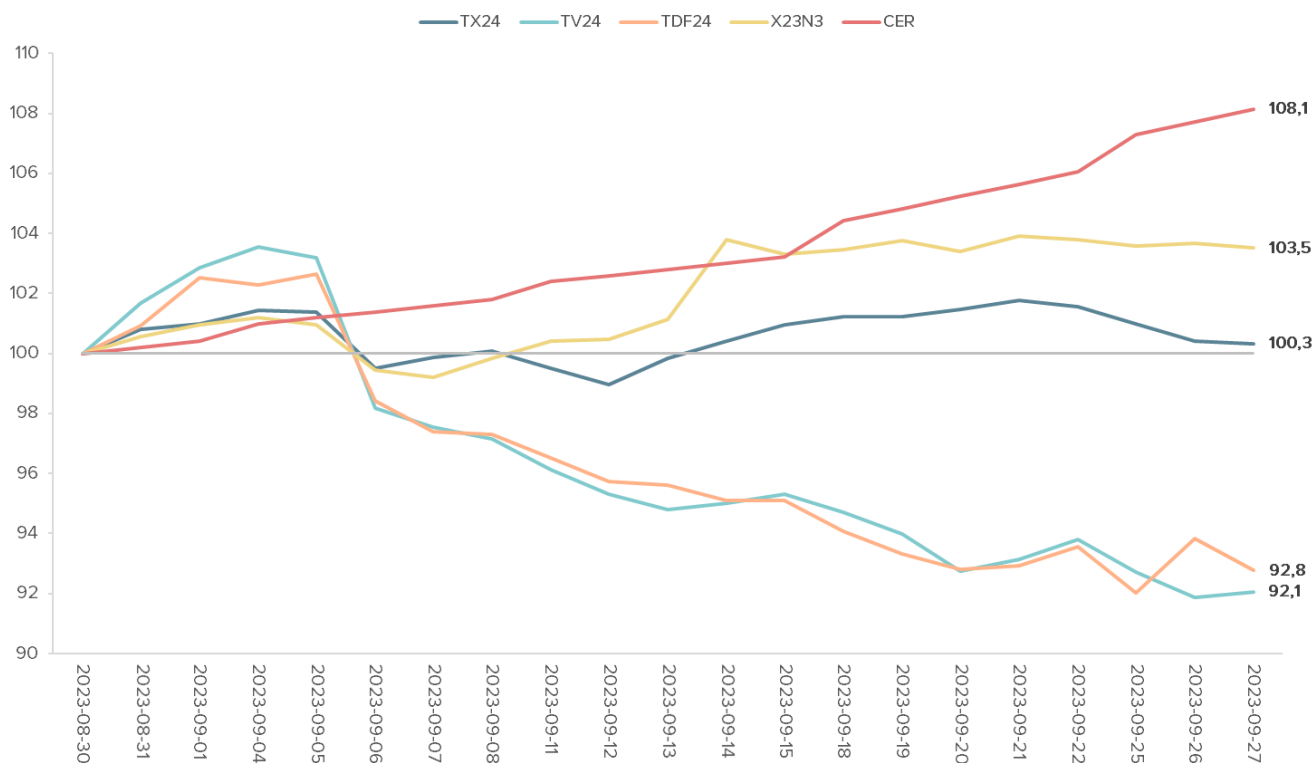
Fuente: IEB en base a MECON

DEUDA EN PESOS

La deuda en pesos vuelve a retroceder esta semana en casi todas las curvas. Los únicos instrumentos que soportaron mejor el sell-off fueron los instrumentos cortos, especialmente las lecer octubre y noviembre, mientras que algunos Boncer en el tramo 2024 también resistieron ayudados por compras del BCRA.

Las razones detrás de esto no son del todo claras. Por un lado se encuentra el aumento en la oferta de títulos por parte del sector público, con una licitación a comienzos del mes fuera del calendario, a la vez que en hubo ventas en el mercado secundario de organismos públicos para ir a las subastas. Por otro lado parece estar jugando un rol las expectativas de que frente a una dolarización de la deuda en pesos, esta sufrirá pérdidas indefectiblemente frente a la deuda HD operando en paridades en niveles de 30%. Esto puede llevar a preguntarse de caras a las elecciones generales sobre la conveniencia de estar expuesto a la deuda en pesos que se encuentra en paridades en torno al 100%.

Retorno MTD de bonos en pesos



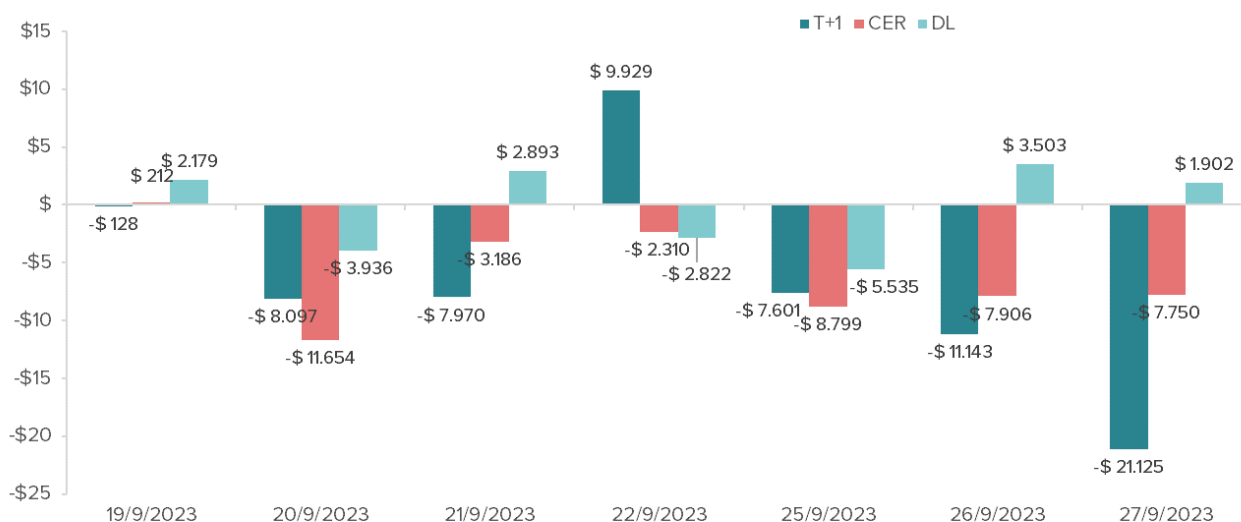
Fuente: IEB en base a BymaData

Si observamos los retornos MTD vemos que la lecer X23N3 se mantiene en terreno positivo aunque por debajo de lo que viene corriendo el CER, mientras que el TX24 cerró la rueda de ayer con rendimientos prácticamente neutros en lo que va del mes. Por el lado de los activos DL y Duales, estos muestran fuertes retrocesos con pérdidas en el orden de 8% hasta el cierre de ayer.

Con respecto a los flujos de los FCI, los fondos T+1, CER y DL acumulan salidas por \$89.340 MM durante las últimas 7 ruedas, siendo los fondos T+1 y CER los más afectados con rescates por \$46.100 MM y \$41.400 MM, respectivamente. Los fondos DL muestran un saldo negativo de \$1.816 MM.

Septiembre es el peor mes en lo que va del año para los fondos ex money markets, que sufren rescates por \$163.500 MM. Con salidas en los fondos DL por \$42.910 MM, en los CER por \$22.671 MM y en los T+1 por \$55.694 MM.

Flujos de Fondos Comunes de Inversión (en ARS MM)



Fuente: IEB en base a 1816

Por otra parte, esta semana los contratos de dólar futuro se encuentran bajo una fuerte presión. El contrato de Noviembre ya pricea una devaluación directa de 44% mientras que el contrato de diciembre tiene implícito una devaluación de 91%. Los dólares financieros también empezaron a moverse esta semana, con el CCL con ADRs y el MEP, mostrando una variación de 8 y 6% aproximadamente. Esta presión en el frente cambiario que llevó a la brecha con el CCL a 130%, no se trasladó a los bonos que ajustan por el tipo de cambio A3500 en los cuales prevaleció la incertidumbre que generan las elecciones y el futuro del próximo gobierno.

Consideramos que la mejor alternativa actualmente en la deuda en pesos para resguardar valor es posicionarse en lecer bien cortos, mientras que será necesario que el BCRA continúe con sus bids para que el mercado acepte mantener su posición en títulos más largos buscando hacer tasa con títulos CER.

Evolución de curvas de futuro USD - TNAs



Fuente: IEB en base a Matba Rofex

BONOS SOBERANOS

Un escenario internacional más desafiante, un fuerte deterioro de la macro local que incluye el deterioro de las cuentas públicas y la aceleración nominal de la económica sumado a la incertidumbre política de cara a las elecciones hicieron que la deuda soberana tenga una fuerte corrección de 15% en promedio desde el máximo alcanzado luego de las PASO. Esta semana los bonos soberanos están teniendo un respiro y suben en promedio 1,25%.

La deuda local parece estar incorporando la profundización de los desequilibrios macros especialmente en las cuentas fiscales. El último paquete de medidas, que incluye principalmente el aumento del mínimo no

imponible del impuesto a las ganancias, devolución del IVA y un nuevo bono de \$94.000 que tendrá como beneficiarios a 3 millones de trabajadores informales, implica un costo fiscal de \$1,5 BB solo para 2023.

Por otra parte, la incertidumbre con respecto al 2024 va en aumento con LLA perfilándose como el espacio con mayor intención de votos según las últimas encuestas. Uno de los programas de dolarización que propone, implicaría aumentar el stock de bonos HD de los USD 80.000 MM actuales a cerca de USD 210.000 MM. Si el nuevo programa no genera confianza en los inversores difícilmente se cree la demanda suficiente de títulos para convalidar este aumento tan considerable desde el lado de la oferta. Mientras que la estabilización de la macro luce una tarea cada vez más desafiante con la escasez de reservas y la inflación desatada.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)

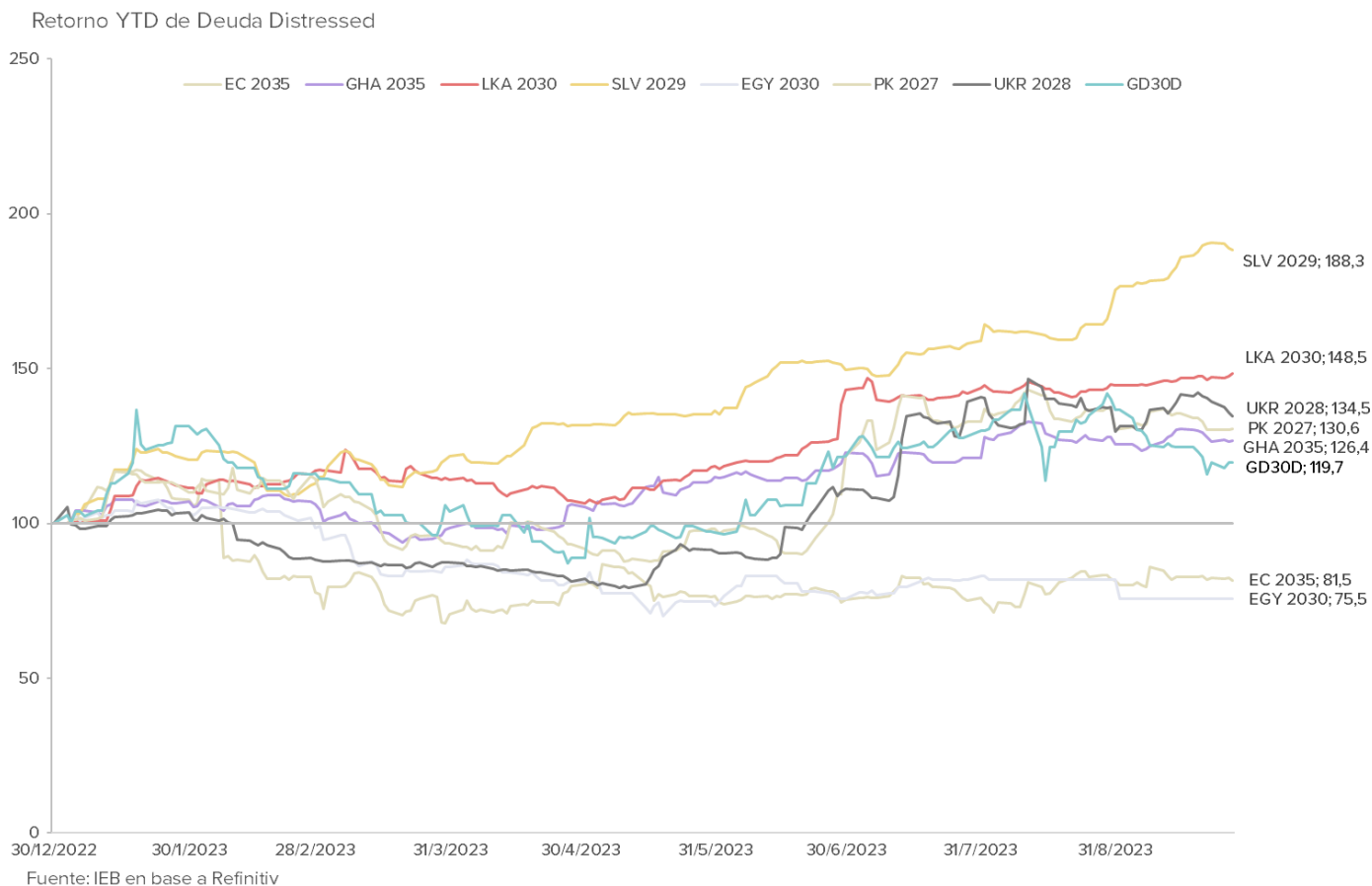


Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Durante la semana pasada la deuda local experimentó un retroceso de casi 6% y ya acumula una caída de 12% en septiembre. El contexto internacional se volvió más adverso, con la Fed comunicando que mantendrá las tasas elevadas por más tiempo de lo que esperaba el mercado y dando a entender que espera una suba de tasas más para este año. Sin embargo, la deuda local tuvo una menor caída desde el anuncio que la emergente, con esta última cayendo 2,25% mientras que la local solo lo hizo en 1,7%.

Sin embargo en el último mes el retroceso de la deuda local estuvo explicado en mayor parte por factores idiosincráticos. Mientras los bonos soberanos argentinos cayeron alrededor de 12% el ETF EMB solo cayó 3,80% explicado en gran parte por el comunicado del FOMC.

Si observamos la deuda en distressed comparable a la deuda argentina, en el último mes todas acumulan ganancias de 2,5% en promedio, a excepción de EGY 2030 que cae 7,80%. En lo que va del año este tipo de deuda experimentó un fuerte recupero de paridades con El Salvador liderando en retornos, que la lleva acumulado 88%. En el caso argentino, si miramos el GD30D este acumula una ganancia en dólares de 19,7%, mostrando rendimientos por debajo de activos similares de Ghana, Pakistán o Ucrania.



El BCRA acelera la intervención en los dólares financieros en las últimas ruedas (cerca de USD 50 MM) y ya lleva utilizado cerca de USD 600 MM para este fin en lo que va del mes. A medida que nos acerquemos a las elecciones probablemente veamos un incremento de la intervención, que en la semana previa a las PASO había sido de USD 100 MM diarios.

El spread de jurisdicciones entre el AL30 y su par ley NY comprimió un poco más, llegando a 14,22%. Entendemos que tendría que comprimir aun mas y vemos atractivo en el AL30 en ese sentido. Por otra parte, se observa una fuerte reducción en el spread entre GD35 y AL35 encontrándose en mínimos. Es por esto que vemos conveniente salir de Ley Arg e ingresar en Ley NY.

Spreads de Jurisdicciones				
	27/9/2023	Prom 6 meses	Máx 6 meses	Min 6 meses
GD29/AL29	8,55%	13,52%	27,01%	8,98%
GD30/AL30	14,22%	21,61%	31,53%	8,98%
GD35/AL35	1,73%	6,98%	21,50%	-1,36%
GD38/AE38	9,83%	12,74%	23,60%	5,11%
GD41/AL41	4,75%	12,70%	24,67%	-1,37%

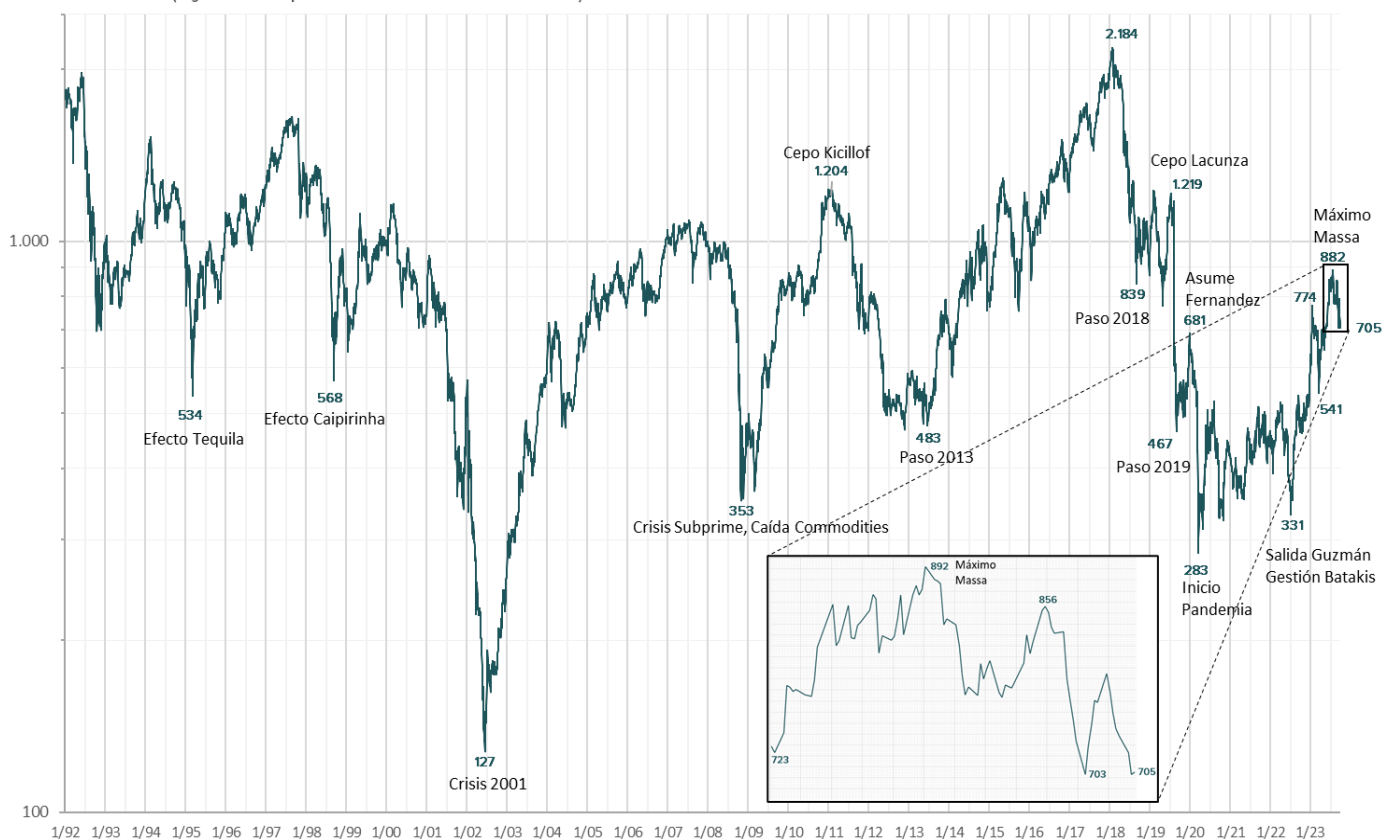
Con el regreso de la deuda a paridades de USD 30, consideramos que es una buena oportunidad para ingresar para aquellos con un horizonte de inversión de mediano plazo que apuesten por un nuevo gobierno que lleve a cabo un ajuste fiscal y establezca la economía.

EQUITY ARGENTINO

El S&P Merval continúa su sendero bajista llegando a los USD 705 tras la recuperación del 13% que había mostrado semanas atrás luego de tocar los USD 703, mostrando que los USD 700 son una resistencia a romper en caso de continuar en este camino.

A falta de drivers genuinos en la mayoría de sectores y un contexto macroeconómico favorable que impulse la rentabilidad de las compañías argentinas, creemos que los próximos movimientos que pueda mostrar el índice vendrán fundamentados por la búsqueda de cobertura ante un contexto político incierto.

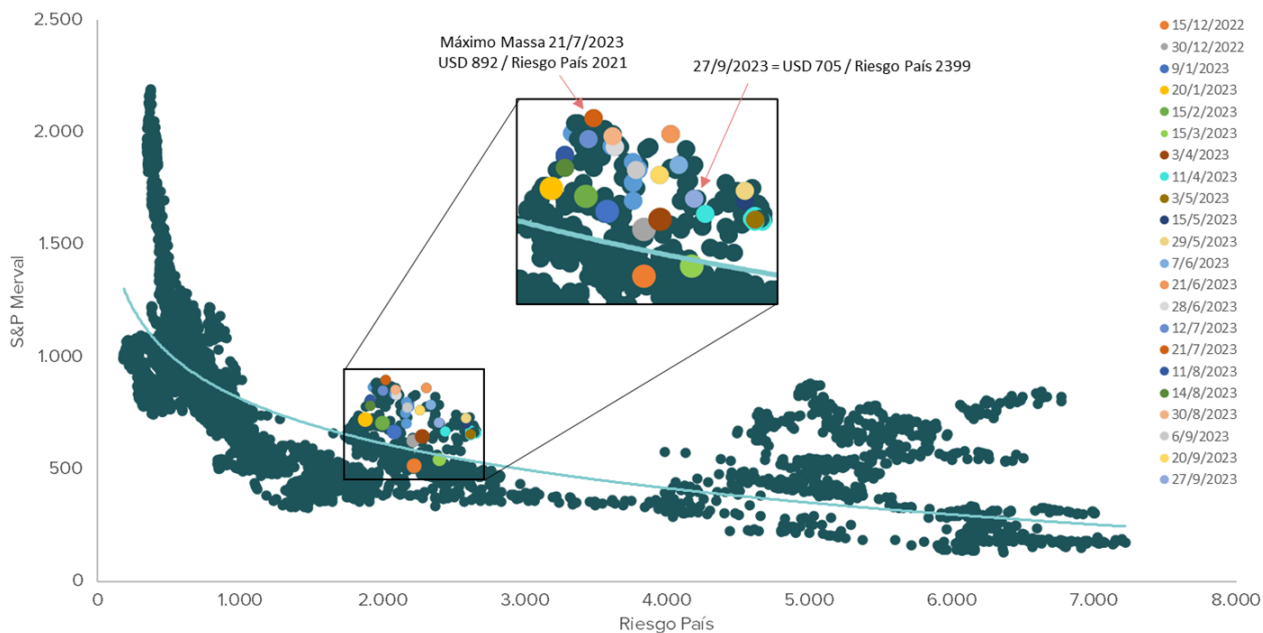
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

La caída del índice continúa ajustando la sobrevaluación que veníamos observando frente a los niveles de riesgo país, acercándose a niveles más coherentes con respecto al riesgo país actual.

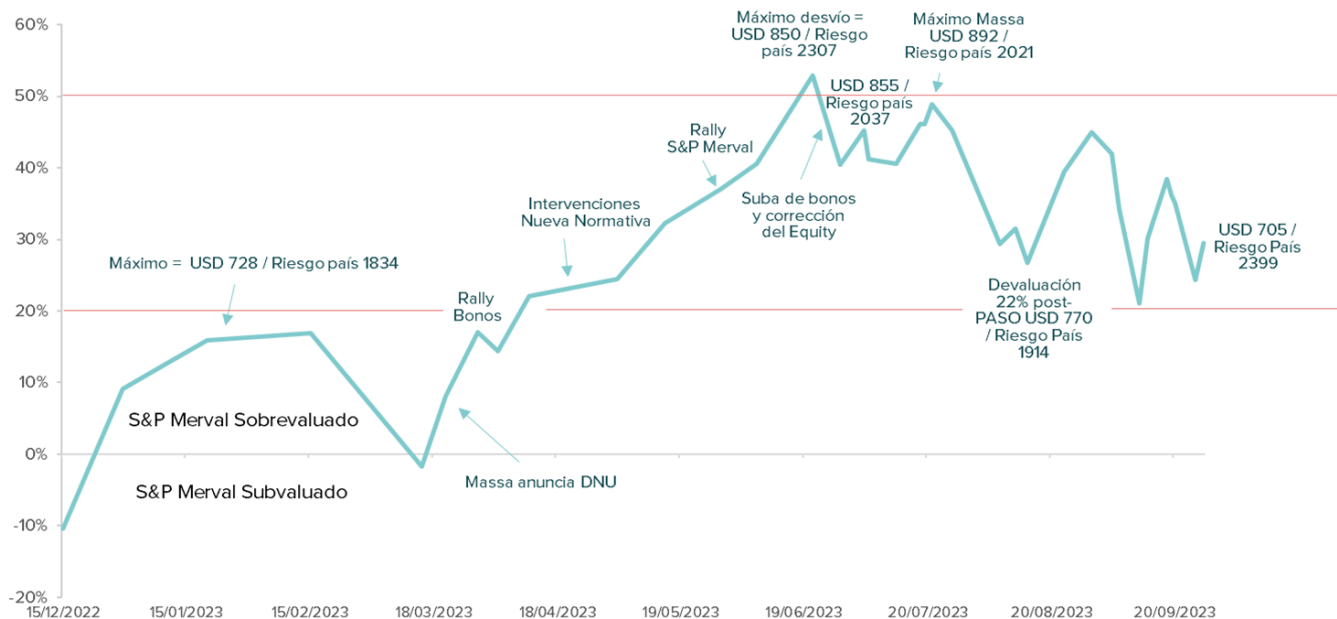
Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

No obstante, el 20% de sobre-valoración por sobre los niveles de riesgo país continúan siendo un piso para el mercado argentino, demostrando una menor percepción de riesgo en el sector privado tras alcanzar un 29% de desvío por sobre los 2.399 puntos de riesgo país al cierre de ayer.

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Si bien los múltiplos de valuación P/E y P/BV del S&P Merval continúan comprimiendo luego de alcanzar niveles máximos impulsado por la devaluación del TC Oficial, aún se encuentran en niveles que creemos elevados dadas las perspectivas futuras para las empresas que lo componen.

S&P Merval Price to Book Ratio



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

S&P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

En el corto plazo, y de cara a las elecciones generales, creemos que la demanda por cobertura irá en aumento, lo que podría impulsar nuevas subas en el S&P Merval. Para lograr una cartera que sea lo más eficiente para lograr dicha cobertura, creemos que los criterios a evaluar para seleccionar las compañías elegidas son:

1. Puedan hacer un buen pass-through de inflación y/o devaluación
2. Tengan 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
5. Posibilidad de headgear riesgo argentino

Bajo estos criterios, los sectores que más nos gustan son:

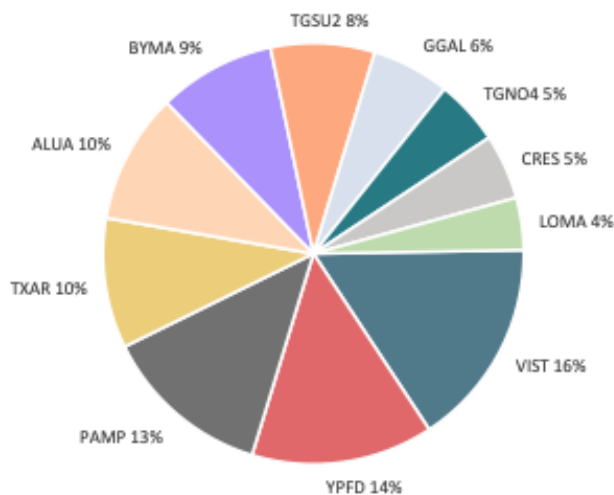
- **Oil & Gas (VIST, YPF, PAMP, TGS, TGN)** dado que es el principal sector que presenta fundamentals para continuar creciendo bajo el contexto actual: Vaca Muerta continúa creciendo a pesar de un entorno macro hostil y creemos que las empresas que tengan exposición a ella son especialmente aptas para integrar la cartera.
- **Materiales (TXAR, ALUA, LOMA)**, ya que cuentan con un gran porcentaje de las ventas ligadas a precios internacionales, o bien, exportan gran parte de sus ventas y pueden realizar un buen pasaje

a precios de la inflación y/o devaluación. Así mismo, en el caso de TXAR podemos hedgear riesgo argentino por su 20% de exposición a México y 6% a Brasil.

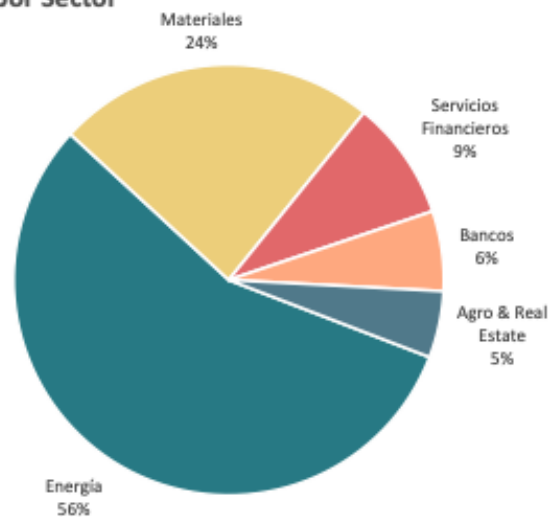
- **Servicios Financieros (BYMA)** que, a diferencia del sector bancario, muestra ser defensivo dado que la empresa cobra honorarios sobre instrumentos financieros que ajustan por tipo de cambio e inflación, a la vez que cuenta con una gran posición (USD 200 MM CCL) en instrumentos de muy bajo riesgo que le permiten capturar los intereses devengados por las tasas internacionales.
- **Agro & Real Estate (CRES)**, que ante una normalización en la campaña 2023/2024 podrá eludir el complejo contexto macroeconómico. Presenta diversificación con sus operaciones en Bolivia, Brasil, etc. El único inconveniente tal vez es su exposición a IRSA y BHIP que en el actual contexto no lucen como inversiones interesantes pero creemos que el agro es un play excelente en este contexto más aún con la presión alcista que viene teniendo la soja por la sequía en la zona núcleo en EE.UU.

Con la baja ponderación del sector bancario en nuestra cartera de equity argentino, la misma alcanza una volatilidad del 32,93% anualizado, 992 bps por debajo del S&P Merval, lo que nos permite capturar un rendimiento mayor al índice.

Cartera de Equity Argentino



Cartera por Sector



Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval

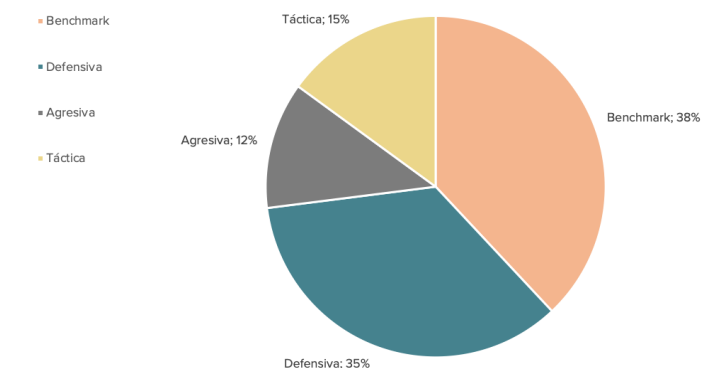


CARTERA DE CEDEARS

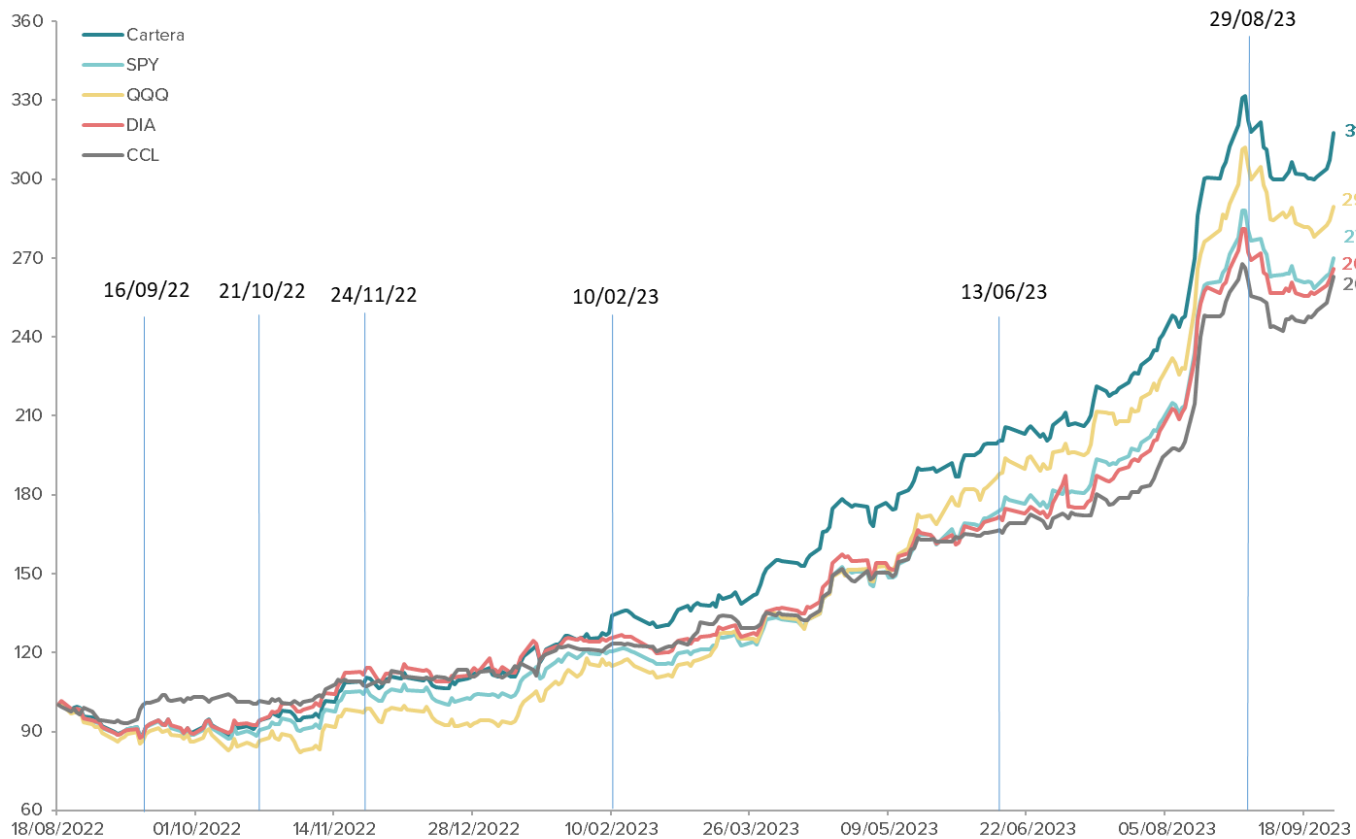
Por su parte, nuestra cartera de CEDEARS continúa mostrando un rendimiento por encima de nuestro benchmark; el SPY (S&P 500) y también superando al DIA (Dow Jones Industrial) y QQQ (Nasdaq-100). A su vez, muestra ser un excelente vehículo de cobertura frente al tipo de cambio dado que también supera ampliamente la variación del CCL.

	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.