

3 de agosto de 2023

# Argentina Weekly

## Las PASO: Un evento que condiciona lo que vendrá...

A semanas de las PASO creemos interesante realizar un repaso de las encuestas ya que estas elecciones primarias serán el puntapié inicial a un período que culminará con la elección de un nuevo gobierno.

Dos variables son de especial importancia: 1. cuál termine siendo el espacio más votado y, 2. quién termine siendo el candidato más votado. Según la mayoría de las encuestas los dos espacios que cosecharán más votos serán JxC y UxP, con un Milei que ha venido cayendo en intención de votos. Dentro de UxP queda más que descontado que el candidato que sumará más votos será el actual ministro Massa. Por otra parte, la interna de JxC está más peleada: si bien la gran mayoría de las encuestas dan a la lista encabezada por Bullrich como la ganadora de dicho espacio; el apoyo que ha venido sumando Larreta en los últimos días ¿podría llegar a dar vuelta dicha situación?

A la fecha, las encuestas le dan una leve ventaja a JxC sobre UxP; pero lo que no queda claro es que alguno de sus precandidatos sea quién termine -en términos absolutos- obteniendo la mayor cantidad de votos. Esas mismas encuestas otorgan esa posición al ministro-candidato Massa. De esta manera se abren diferentes escenarios: una contienda electoral Massa-Bullrich o Massa-Larreta.

Es difícil confiar ciegamente en los pronósticos que proyectan las encuestas: como prueba basta observar lo ocurrido en las elecciones provinciales, en las que ocurrieron bastantes sorpresas. Hoy, los encuestadores proyectan, como escenario base: Massa como candidato por UxP y Bullrich por JxC; algunos pocos dan como ganadora a Bullrich en una primera vuelta (escenario que luce como poco probable).

La incertidumbre es aún mayor de cara a una segunda vuelta: la mayoría de las encuestas vaticinan que en un ballotage entre Massa y Bullrich sería Massa quien resulte electo. Mientras que si dicha segunda vuelta se da entre Massa y Larreta; podría ser Larreta quien se alce con el triunfo. Todo es dinámico, volátil e incierto.

En medio de toda esta incertidumbre el punto a focalizar es: ¿Qué podría ocurrir con el tipo de cambio en este período?

## LA ECONOMÍA, ATADA A LA POLÍTICA

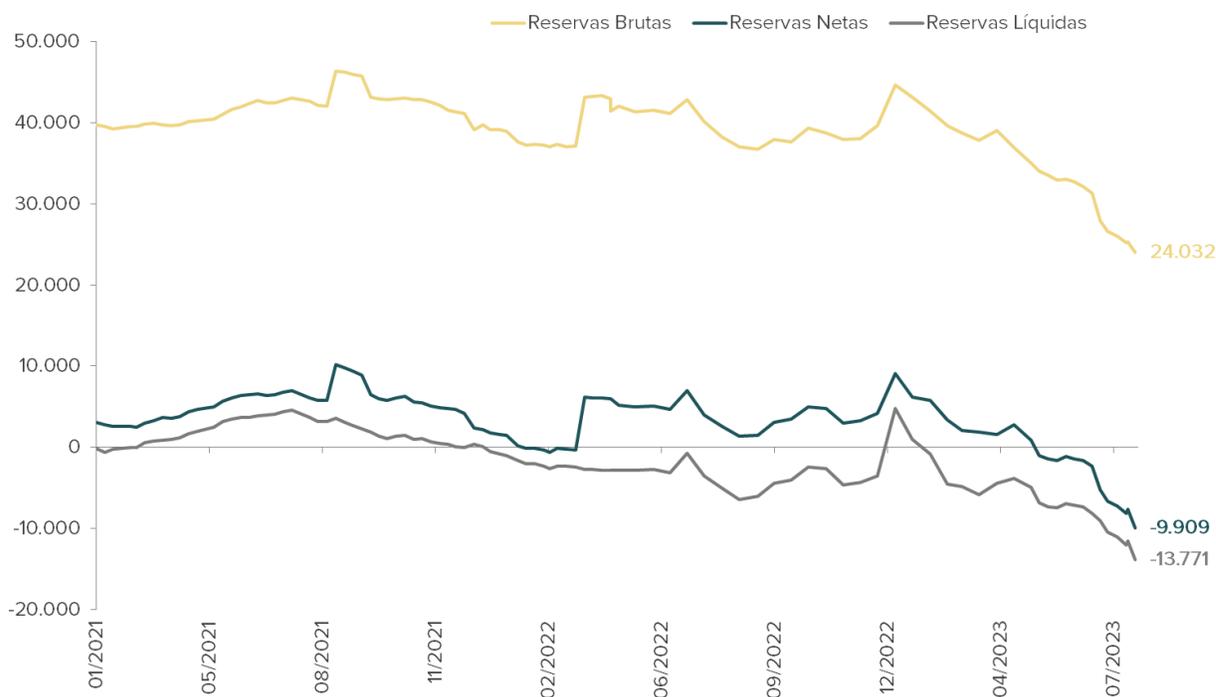
### La economía

Como mencionamos en la introducción, las PASO son el puntapié inicial a un proceso que culmina con la elección de un nuevo gobierno. La coyuntura macro subyacente a este proceso es compleja:

- Las reservas netas y líquidas se encuentran en terreno negativo
- Los dólares financieros han venido experimentado movimientos alcistas
- La dinámica inflacionaria vuelve a cobrar impulso
- El nivel de actividad continúa contrayéndose
- Las importaciones se encuentran totalmente pisadas
- La meta acordada con el fondo de un déficit de 1,9% difícilmente se cumpla
- El acuerdo con el fondo no se encuentra, aún, aprobado por el directorio

Comencemos con las reservas: Continúa su caída, a pesar del cierre total de las importaciones y los dólares sumados por el nuevo “Dólar Agro”. El pago de los vencimientos al fondo, realizado parte con Yuanes disponibles tras la activación de un segundo tramo del swap por USD 5.000 MM y lo restante mediante un préstamo puente del Banco de Desarrollo de América Latina (ex-CAF) de USD 1.000 MM que deberá pagarse en el corto plazo.

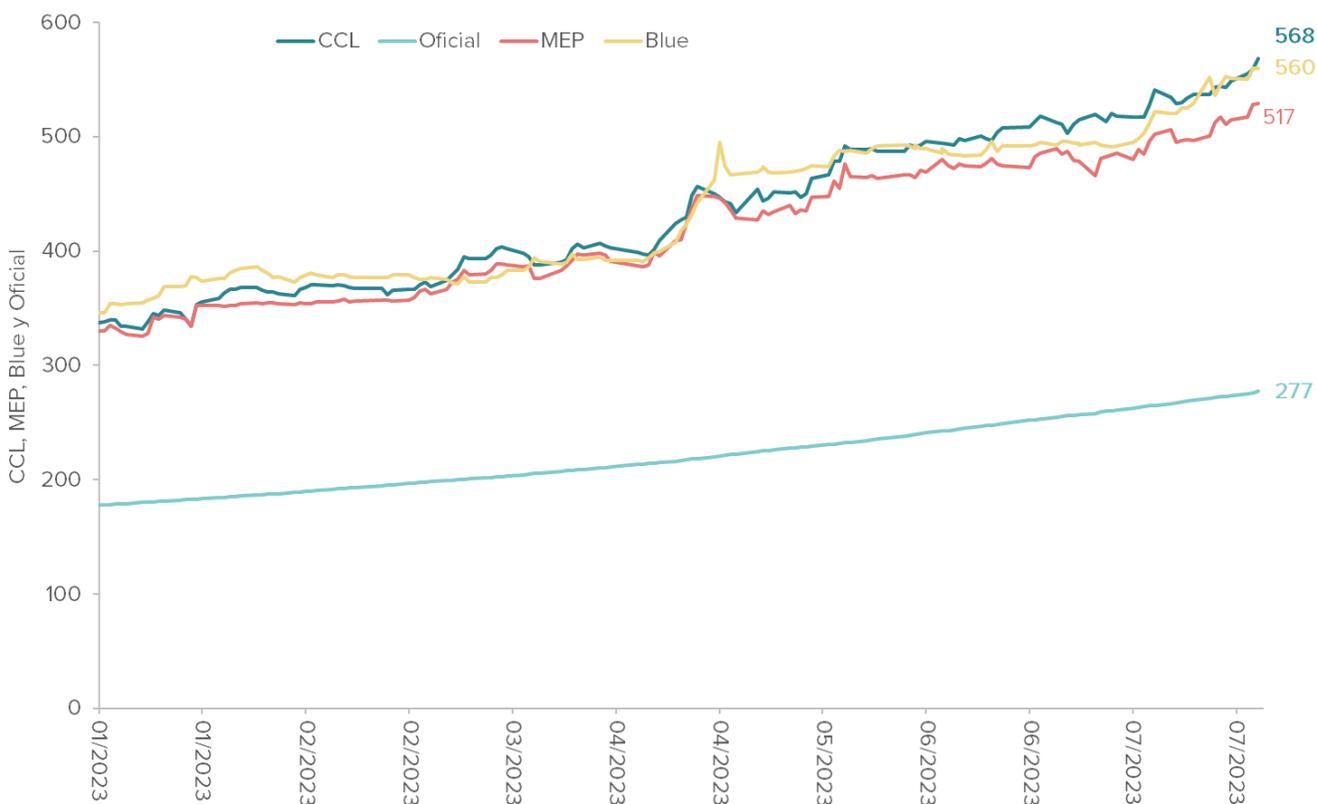
Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

Luego de varias semanas de relativa calma, los dólares financieros y el dólar informal mostraron un comportamiento que explicita la incertidumbre del mercado frente a un proceso electoral enmarcado en una situación macro de extrema fragilidad. En lo que va del año, el CCL acumula un incremento del 65% (10% en el último mes), el MEP del 57% (11%), y el dólar informal del 62% (14%): una gran proporción de las subas se han dado en el mes de julio, haciendo notar el incremento en la demanda de dólares a medida que nos acercamos a las elecciones y se acrecienta la incertidumbre.

Evolución USD en 2023

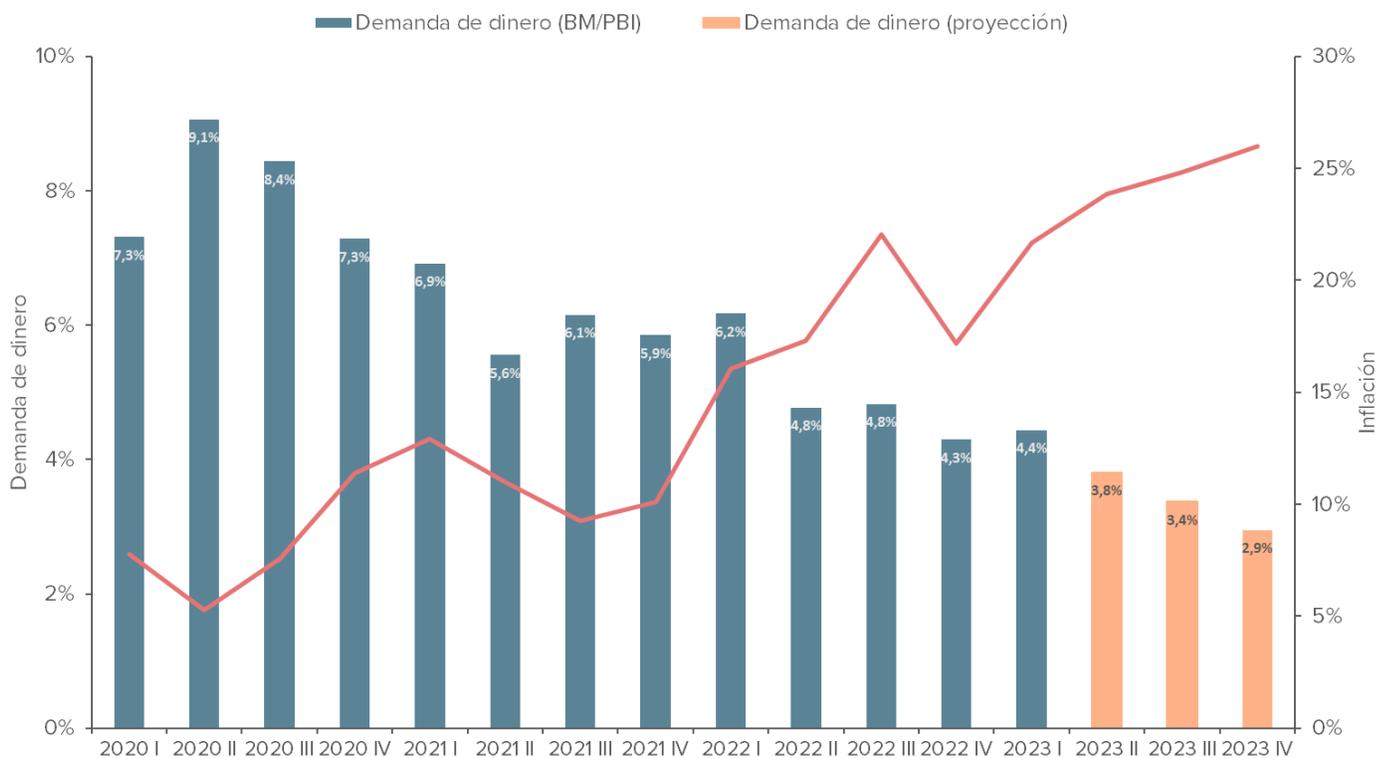


Fuente: IEB en base a Reuters

La dinámica inflacionaria que evidenció una desaceleración los últimos dos meses, revierte su tendencia y se espera una inflación para julio con un piso de 7%, incrementándose aún más en agosto. La devaluación fiscal implementada por el gobierno como una manera de lograr los mismos efectos que una devaluación sin tocar el A3500 contribuye a este fenómeno como así también lo hacen los aumentos esperados en servicios regulados, combustibles y alimentos.

Por otra parte, suma presión el incremento en la tasa de crecimiento de los pasivos remunerados, la emisión que resulta de la compra de divisas vía el programa “Dólar Agro” y la continua intervención de la autoridad monetaria en el mercado secundario de deuda en pesos para asegurar el financiamiento del Tesoro Nacional.

## Demanda de dinero vs Inflación por trimestre (Gestión AF)



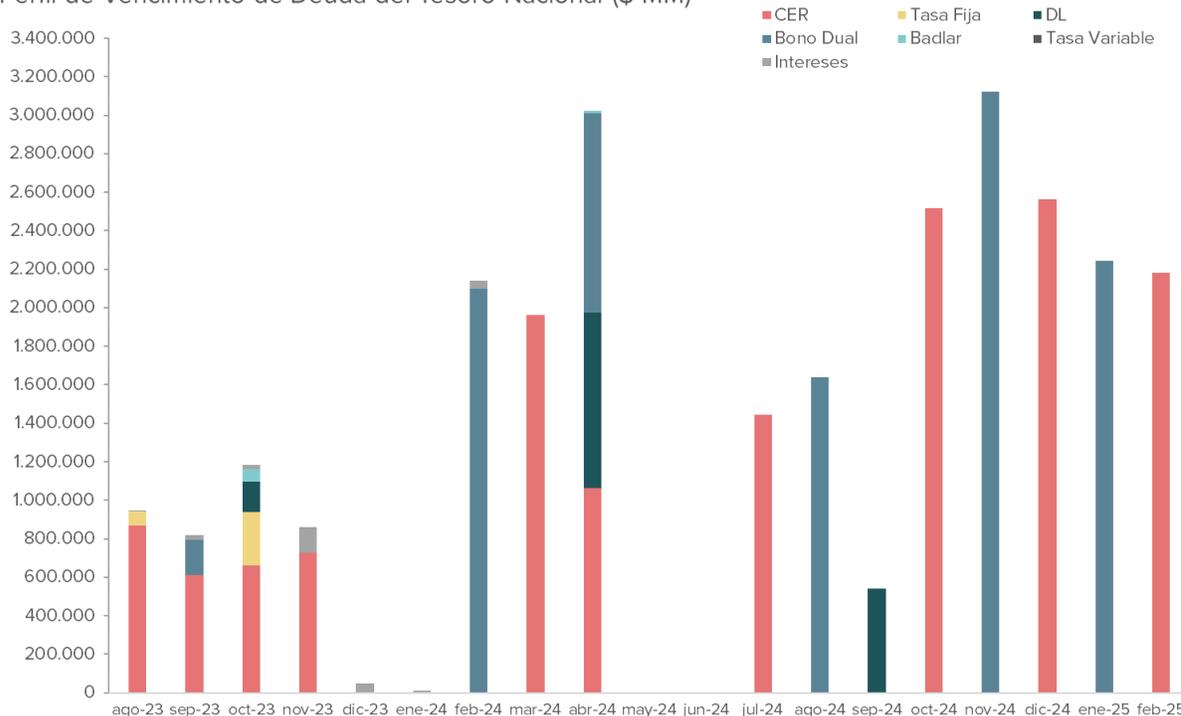
Fuente: IEB en base a INDEC y BCRA

El stock de deuda en pesos del Tesoro Nacional asciende aproximadamente a ARS 34 BB (USD 60.000 MM al CCL) tomando el total de instrumentos a valor nominal, con instrumentos casi en su totalidad indexados (CER y DL).

Es poco probable que durante el período a transitar el gobierno cambie la política de financiamiento: comprar los títulos que se encuentran en manos de organismos públicos para darle la liquidez necesaria para volver a ingresar en las sucesivas licitaciones.

**De esta manera no vemos que el proceso de “estatización” de la deuda en pesos -hoy aproximadamente un 70% se encuentra en manos de organismos públicos- revierta su tendencia.**

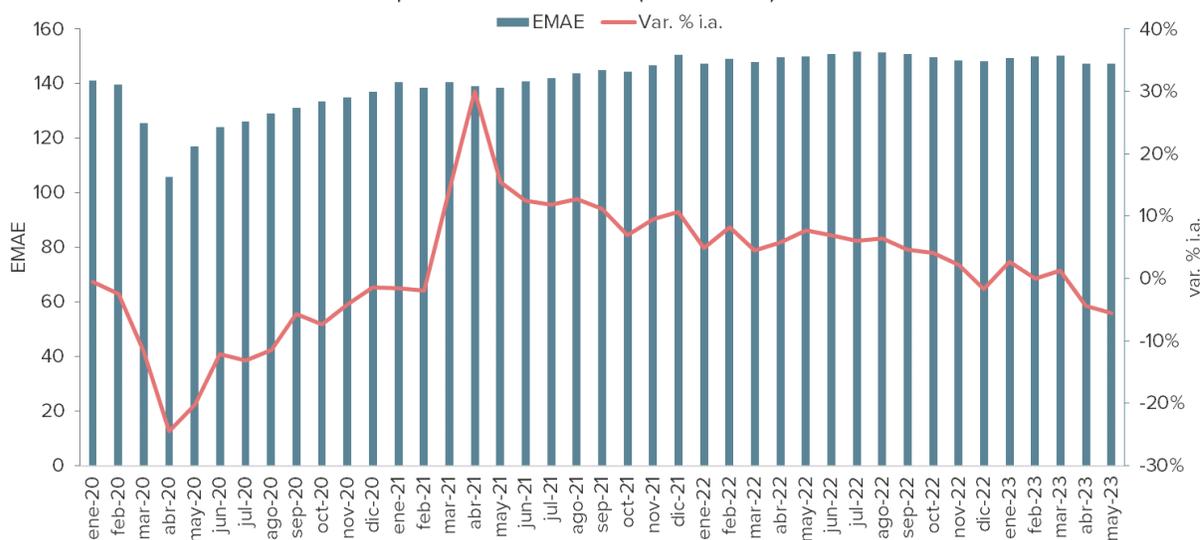
Perfil de Vencimiento de Deuda del Tesoro Nacional (\$ MM)



Fuente: IEB en base a Mecon

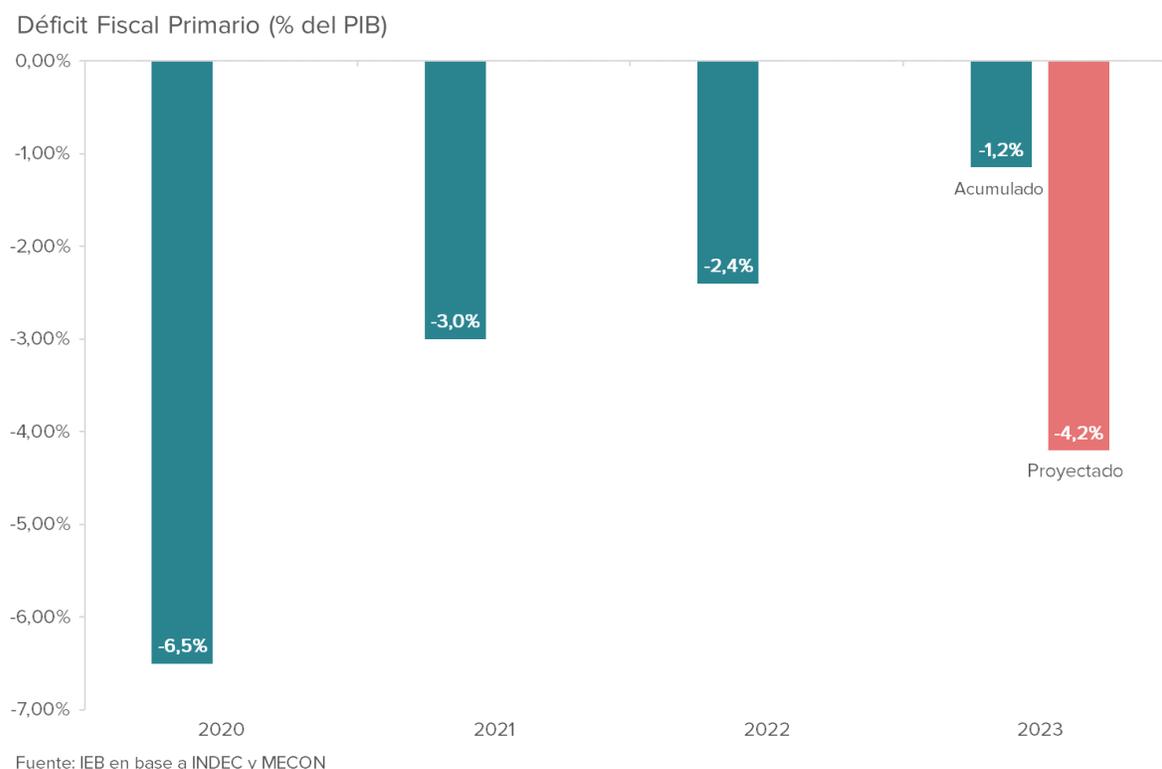
El nivel de actividad, según el último dato del EMAE correspondiente a mayo, mostró una caída en la misma de un 5,5% en términos interanuales. Más aún, un reciente informe del FMI estima una contracción del PIB de 2,5% para 2023. En un contexto de alta inflación, con salarios reales muy deteriorados e importaciones totalmente pisadas difícilmente dicho escenario pueda revertirse.

EMAE serie desestacionalizada período 2020-2023 (Base 2004)



Fuente: IEB en base a INDEC

La meta de un déficit fiscal de 1,9% del PIB acordada con el fondo luce poco cumplible, más aún si se tiene en cuenta que a mitad de año se lleva acumulado un 1,2% con una segunda mitad estacionalmente más nociva para el déficit. En un año electoral, con una economía en contracción es grande la tentación de inyectar dinero al mercado para seducir potenciales votantes. Creemos que un valor más sensato es un déficit de 4,2% para este 2023.



Finalmente llegamos al punto clave: el acuerdo con el fondo. Si bien el gobierno logró un entendimiento con el fondo que implicaría desembolsos por parte de dicho organismo de USD 7.500 MM es importante destacar una serie de observaciones:

1. El acuerdo no fue simple: el fondo se ha mostrado intransigente, al menos en su discurso, en lo que refiere a baja del déficit, tasa de interés real, reducción de subsidios, y sinceramiento del tipo de cambio.
2. Más aún, si bien reduce drásticamente la meta de acumulación de reservas debido a la “desafiante” situación económica producto del impacto de la sequía, establece dicha meta en USD 1.000 MM hacia fin de año; todo un desafío para un BCRA que solo milagrosamente podría lograr salir del terreno negativo.
3. El acuerdo sólo ha sido un anuncio, falta el detalle -no menor- de la aprobación del mismo por parte del directorio. Y es este, un punto clave.

Luego de la derrota del gobierno de Mauricio Macri en las PASO de 2019, el FMI decidió no realizar nuevos desembolsos a la Argentina, lo que acentuó aún más la crisis cambiaria iniciada por el cambio de expectativas de los agentes económicos. Hay, no obstante, diferencias entre aquella situación y la actual: mientras que en 2019 el FMI decidió no otorgar “new money” hoy, los desembolsos tan solo implican otorgar fondos para que la Argentina vuelva a pagar con ellos al organismo y evite caer en un default con el mismo.

Dicho esto, el proceso electoral determinará en gran medida el accionar del fondo, a pesar de que queda claro que a ninguna de las partes involucradas le conviene un incumplimiento. **Resumiendo: todos los indicadores apuntan a una coyuntura macro que de aquí al recambio -pasando por las PASO, las generales y un eventual ballotage- continúen deteriorándose.**

## La política

**Dos variables son de especial importancia a la hora de analizar las PASO: 1. cuál termine siendo el espacio más votado y, 2. quién termine siendo el candidato más votado.** Según la mayoría de las encuestas los dos espacios que cosecharán más votos serán JxC y UxP, con un Milei que ha venido cayendo en intención de votos.

**Dentro de UxP queda más que descontado que el candidato que sumará más votos será el actual ministro Massa. Por otra parte, la interna de JxC está más peleada: si bien la gran mayoría de las encuestas dan a la lista encabezada por Bullrich como la ganadora de dicho espacio; el apoyo que ha venido sumando Larreta en los últimos días ¿podría llegar a dar vuelta dicha situación?**

**A la fecha, las encuestas le dan una leve ventaja a JxC sobre UxP;** pero lo que no queda claro es que alguno de sus precandidatos sea quién termine -en términos absolutos- obteniendo la mayor cantidad de votos. Esas mismas encuestas otorgan esa posición al ministro-candidato Massa.

De esta manera se abren diferentes escenarios: una contienda electoral Massa-Bullrich o Massa-Larreta.

## Encuestas PASO 2023 (post cierre de listas)

Consultora	JxC			UxP			Milei	Izq.	Otros	Blanc + Indec	Conclusiones		
	Total	PB	HLR	Total	SM	Grab					JxC - UxP	Cand +Vot	PASO JxC
Obs Elec Cons	40,0	26,0	14,0	28,0	23,0	5,0	15,0	2,0	7,0	8,0	12,0	PB	PB
Opinaia	30,0	18,0	12,0	22,0	19,0	3,0	22,0	4,0	10,0	12,0	8,0	Milei	PB
F. Gonzalez	34,2	21,1	13,1	28,0	22,9	5,1	17,7	2,4	7,4	10,3	6,2	Massa	PB
Giacobbe	33,2	25,7	7,5	28,5	18,9	9,6	22,3	1,0	3,3	11,7	4,7	PB	PB
CB consultora	33,8	17,3	16,5	29,1	24,1	5,0	17,2	1,6	6,7	11,6	4,7	Massa	PB
Intelig. Analit.	34,3	24,8	9,5	29,8	23,1	6,7	19,6	2,2	5,9	8,2	4,5	PB	PB
Taquion	29,4	20,6	8,8	25,1	17,2	7,9	17,9	2,8	4,3	20,4	4,3	PB	PB
IPD	36,0	18,0	18,0	32,0	27,0	5,0	17,0	4,0	2,0	9,0	4,0	Massa	-
Clivajes	33,9	17,4	16,5	30,5	21,8	8,7	18,4	3,4	6,7	7,1	3,4	Massa	PB
Zubán Córdoba	29,7	13,3	16,4	27,1	25,1	2,0	24,5	2,3	4,8	11,7	2,6	Massa	HLR
UNLaM	33,9	20,6	13,3	31,4	26,9	4,5	18,1	2,0	2,4	12,2	2,5	Massa	PB
Proyección	34,7	20,6	14,1	32,8	30,3	2,5	18,8	1,7	2,3	9,7	1,9	Massa	PB
CEOP	30,3	16,3	14,0	28,5	23,1	5,4	19,1	1,6	2,6	17,9	1,8	Massa	PB
Opina ARG	30,0	15,0	15,0	29,0	26,0	3,0	22,0	4,0	5,0	10,0	1,0	Massa	-
Nueva Com.	29,0	13,0	16,0	28,0	24,0	4,0	19,0	4,0	4,0	16,0	1,0	Massa	HLR
Analogías	32,7	21,1	11,6	32,3	28,3	4,0	17,8	1,2	2,1	13,9	0,4	Massa	PB
Atlas Intel	33,8	22,2	11,6	33,8	26,0	7,8	20,1	2,7	4,3	5,3	0,0	Massa	PB
<b>PROMEDIO</b>	<b>32,9</b>	<b>19,5</b>	<b>13,4</b>	<b>29,2</b>	<b>23,9</b>	<b>5,2</b>	<b>19,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,8</b>	<b>11,5</b>	<b>3,7</b>		

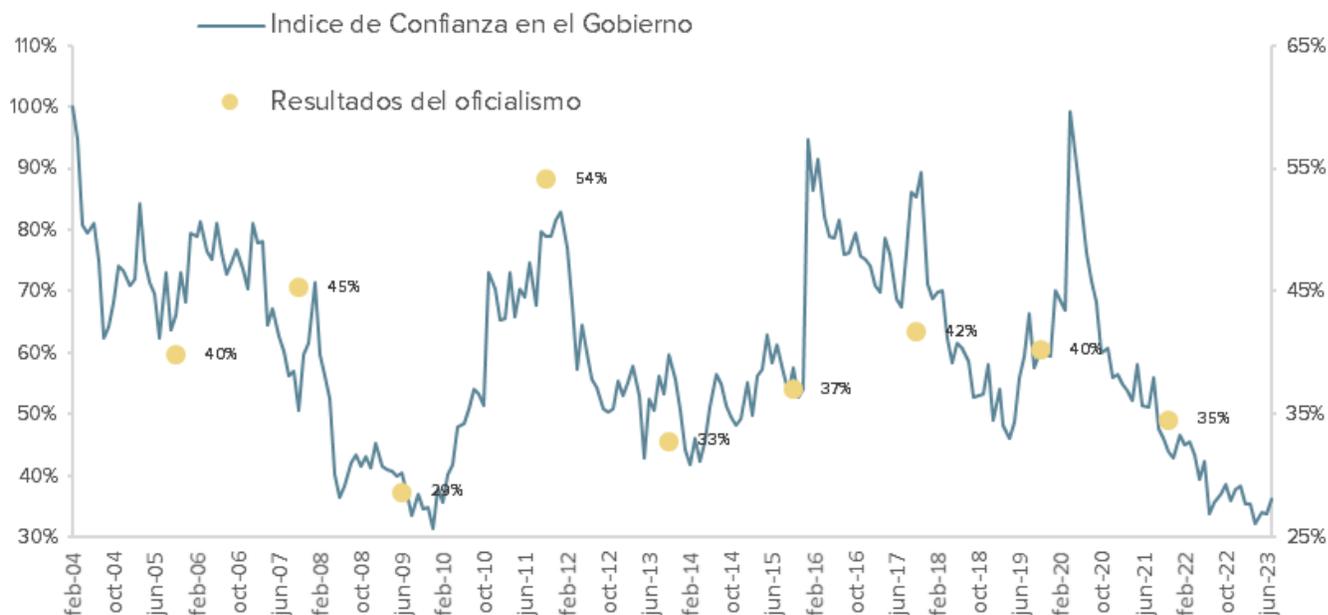
Fuente: 1816

Es difícil confiar ciegamente en los pronósticos que proyectan las encuestas: como prueba basta observar lo ocurrido en las elecciones provinciales, en las que ocurrieron bastantes sorpresas. **Hoy, los encuestadores proyectan, como escenario base: Massa como candidato por UxP y Bullrich por JxC; algunos pocos dan como ganadora a Bullrich en una primera vuelta (escenario que luce como poco probable).**

**La incertidumbre es aún mayor de cara a una segunda vuelta:** la mayoría de las encuestas vaticinan que en un ballotage entre Massa y Bullrich sería Massa quien resulte electo. Mientras que si dicha segunda vuelta se da entre Massa y Larreta; podría ser Larreta quien se alce con el triunfo.

No obstante, dada la inusualmente baja confianza que genera el gobierno actual (según el Índice de Confianza en el Gobierno, elaborado por la UTDT) y la histórica relación que ha habido entre los resultados obtenidos por el oficialismo en relación a dicho índice el desenlace queda abierto...

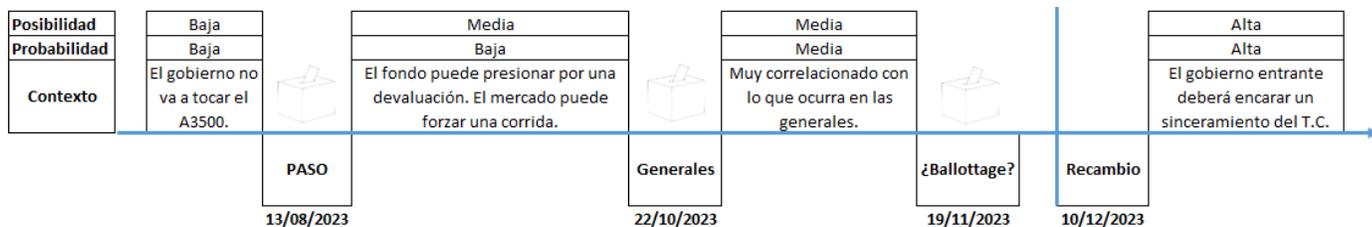
Indice de Confianza en el Gobierno vs. resultados del oficialismo



Fuente: IEB en base a UTDT

En este contexto, creemos que el punto en el cual focalizar es en aquel que más está mirando el mercado ya que es esperable que todas las variables macro continúen deteriorándose el tendón de Aquiles es el tipo de cambio. Por tanto: ¿Qué podría ocurrir con el tipo de cambio en este período?

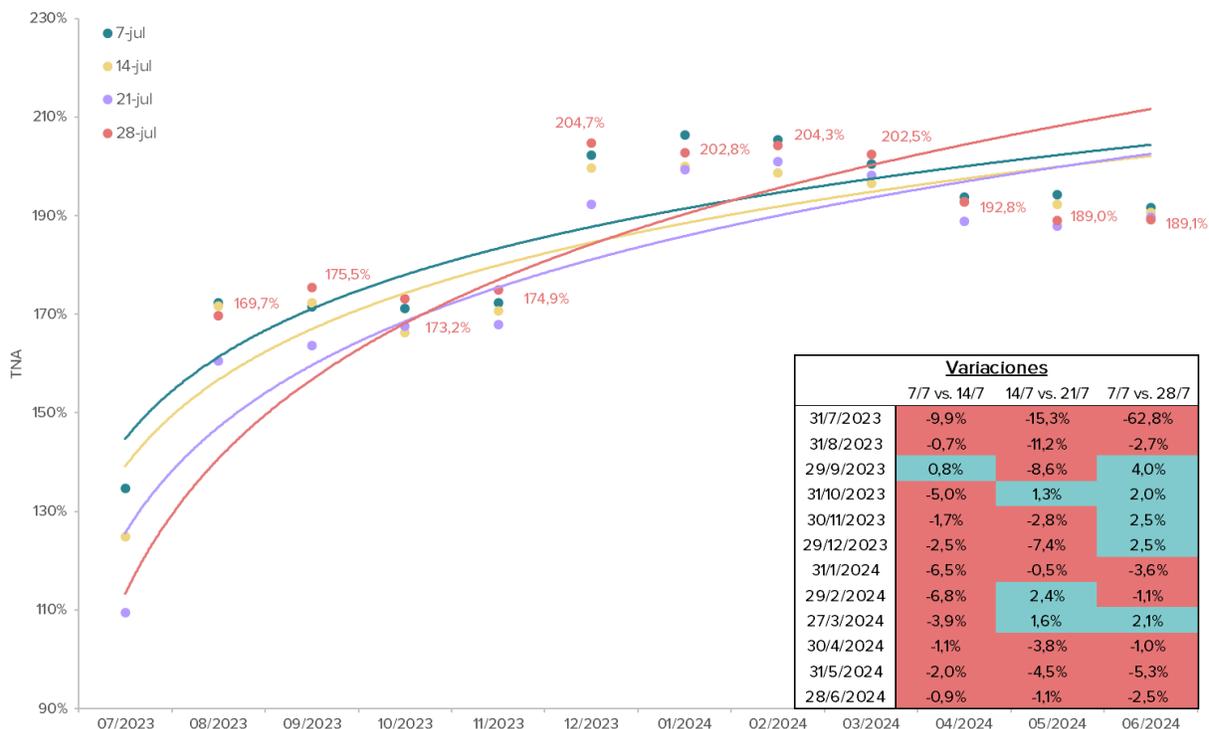
Planteamos una serie de escenarios en cuanto al “timing” de un potencial salto discreto del tipo de cambio.



- **¿Antes de las PASO?** Un escenario que descartamos. A solo dos semanas para dichas elecciones, el gobierno no va a tocar el FX oficial. Más aún luego de la devaluación fiscal realizada la semana pasada y el lanzamiento de un nuevo “Dólar Agro”.
- **¿Antes de las elecciones generales de octubre?** Aquí el escenario base es que, nuevamente, el gobierno intentará sostener el tipo de cambio. No obstante, si el fondo se pone en una posición intransigente (postura que de alguna manera queda atada a lo que ocurra en las PASO: qué espacio sea el más votado y cuál sea el candidato que coseche más votos en forma individual) creemos que el gobierno, en una primera instancia intentará incrementar aún más la devaluación fiscal y no tocar el A3500. Pero dada la actual situación macro es imposible descartar una corrida en los dólares financieros que lleve la brecha a niveles insostenibles y termine forzando al gobierno a sincerar la situación cambiaria.
- **¿Antes del recambio presidencial?** A partir de las elecciones de octubre, el escenario se vuelve aún más incierto pues ya queda atado los resultados que devengan de estos eventos: ¿quién resulta ganador?, ¿Hay segunda vuelta?, ¿concretó el FMI los desembolsos acordados?.
- **¿El nuevo gobierno?** Ya a partir de la asunción de un nuevo gobierno la posibilidad de una devaluación es casi una certeza. Será difícil ver un levantamiento del cepo en el inicio; creemos que el sendero a una unificación cambiaria llevará algún tiempo pero, al mismo tiempo, para alcanzar dicha meta es imperioso un ajuste en el tipo de cambio en el marco de un plan integral de estabilización macroeconómica (que contemple reducción del déficit, sinceramiento del tipo de cambio y un horizonte hacia una unificación cambiaria).

Como conclusión podríamos decir que, **el escenario al que nos enfrentamos actualmente es de una inevitable devaluación; que sabemos que ocurrirá pero que es extremadamente difícil estimar exactamente cuándo (“timing”) y cómo (“contexto”) ocurrirá.**

Evolución de curvas de futuro USD - TNAs



Fuente: IEB en base a Matba Rofex

Observando la evolución de la curva de futuros, podemos notar una cierta tendencia en las últimas semanas que apunta a un mercado que “lee” una devaluación luego de las elecciones generales/ballottage o ya pasado el recambio presidencial.

**Sumando “timing” y “contexto”, podríamos definir tres escenarios, en lo referente a una devaluación:**

a) **“base”**, qué no ocurriría antes de las elecciones de octubre/ballottage, y en el marco de un gobierno que ya en el tramo final, no tendría el sustento político (ni muy probablemente las intenciones) como para encarar un plan de estabilización.

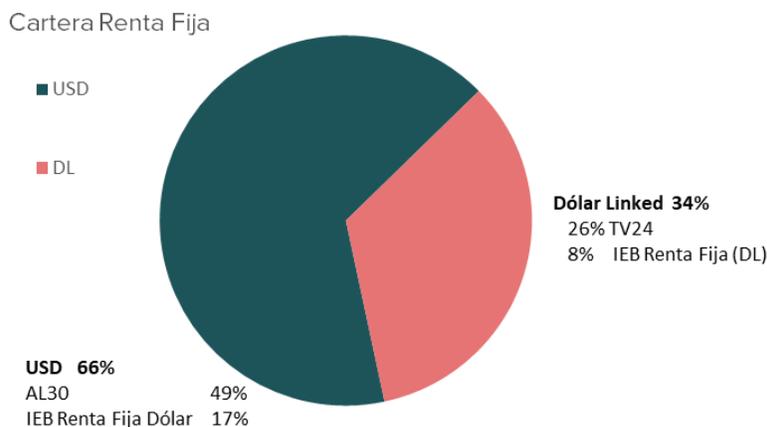
b) **“ordenado”**, durante el próximo gobierno y en un contexto de un plan integral de estabilización macro.

c) **“forzado”**, un mercado intranquilo por la situación macro (reservas, futuros de USD, etc.), o un gobierno que forzado por requerimientos del fondo decide realizar una devaluación antes de las elecciones generales y sin un programa integral de estabilización.

**Cual de estos escenarios termine materializándose es imposible de determinar *ex-ante*, lo que nos lleva a continuar con un proceso de dolarización de la cartera y, en lo que refiere a pesos, preferir en este período los instrumentos Dólar Linked.**

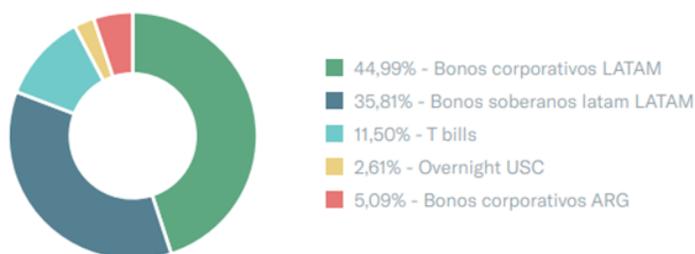
## CARTERA RENTA FIJA

Bajando a tierra lo comentado y analizado en la sección anterior; creemos que este contexto llama a una dolarización de la cartera para contar con cobertura cambiaria ante un posible salto discreto. Es por ello que decidimos aumentar en un 8% nuestra exposición a activos en dólares, alcanzando un 66% del total de nuestra cartera.



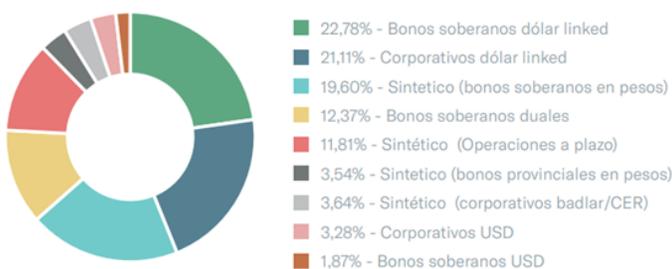
**El 8% que incrementamos en activos en dólares lo destinamos en su totalidad al bono soberano AL30, dado que restaura su componente defensivo al momento de dolarizar carteras.** Asimismo, conservamos nuestra posición del 17% en el Fondo IEB Renta Fija Dólar, lo que nos permite reducir la volatilidad del contexto local a través de su cartera compuesta por títulos de deuda de EE.UU y América Latina; una manera de “hedgear” el riesgo argentino (no obstante debe tenerse en cuenta que este fondo es de utilidad para aquellos agentes que no deban acceder al MULC)

#### ▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Por otro lado, creemos conveniente destinar el 34% restante activos en pesos indexados al tipo de cambio A3500. **Siendo el bono TV24 el de mayor ponderación, con un 26%, dado que brinda una cobertura de devaluación - 8,5%, al cierre del día de ayer.** A su vez, mantenemos un 8% en el Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked), el cual aporta diversificación de instrumentos a nuestra cartera a través de un portfolio compuesto por bonos soberanos y corporativos, así como también algunos sintéticos como estrategia de cobertura.

#### ▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR

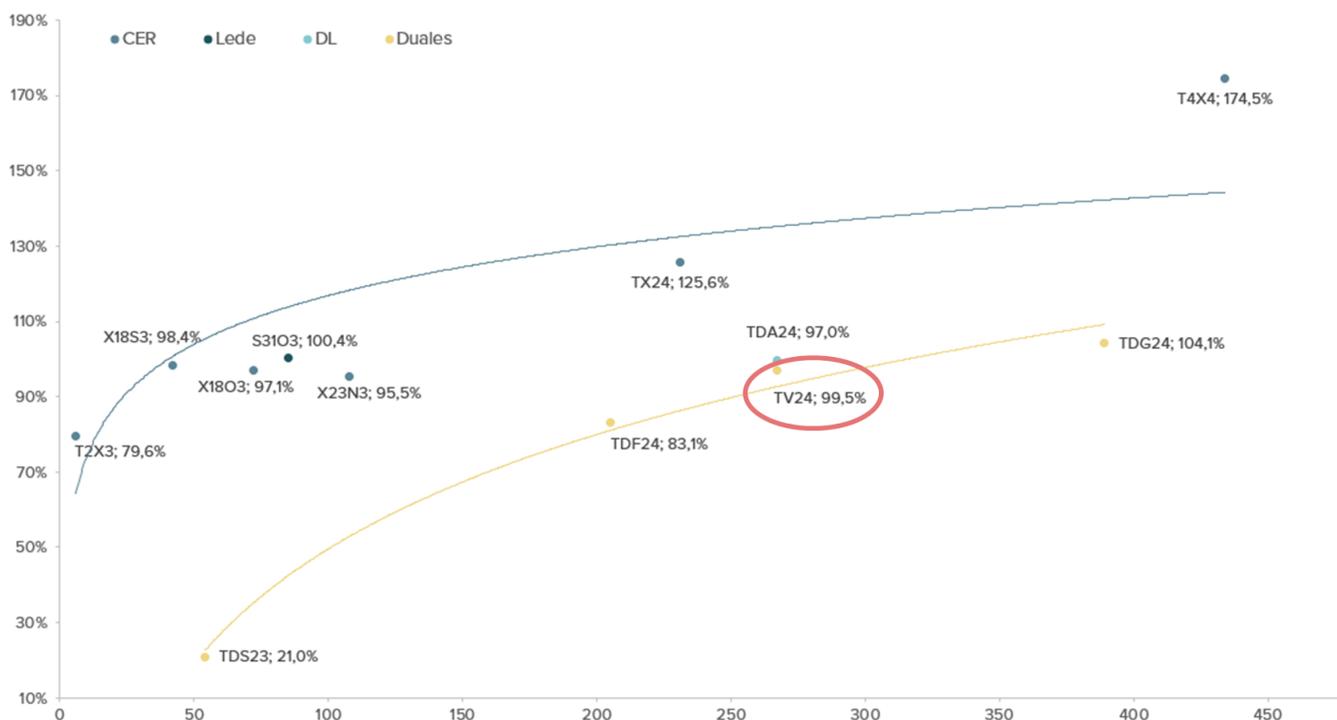


De esta manera desde una perspectiva de cobertura, podríamos decir que “técnicamente” la cartera se encuentra dolarizada al 100%.

Al cierre del día de ayer, la cartera que detallamos cuenta con una duration de 2,52 años para los activos en dólares y de 0,83 años para los activos en pesos. Siendo la duration integral de la cartera propuesta 1,94 años.

Moneda	%	%	Instrumento	Duration	Duration por moneda	Duration Total
USD	66%	49,0%	AL30	2,95	2,52	1,94
		17,0%	IEB Renta Fija Dólar	1,27		
ARS	34%	26,0%	TV24	0,79	0,83	
		8,0%	IEB Renta Fija (DL)	0,95		

Curva Pesos (TNA)



Fuente: IEB en Base a BYMA.

## PERFORMANCE DE LA CARTERA RENTA FIJA

La cartera presentada en nuestro weekly anterior obtuvo un rendimiento semanal de 4,07% en pesos. No obstante, la variación del dólar CCL (medido con ADRs) fue de 2,19% durante el mismo período, lo que nos lleva a un rendimiento medido en dólares de 1,84%. Sin lugar a dudas, el componente en dólares de la cartera fue el que brindó mayor rendimiento, con una suba de 5,93%, principalmente explicada por un rendimiento de 7,27% por parte del bono AL30, y de 2,71% para el Fondo IEB Renta Fija Dólar.

El componente en pesos de la cartera también mostró una variación positiva, siendo esta de 1,50%, siendo los más destacados el bono T4X4 con un 2,24%, seguido por una suba de 1,32% en la lecer X18O3.

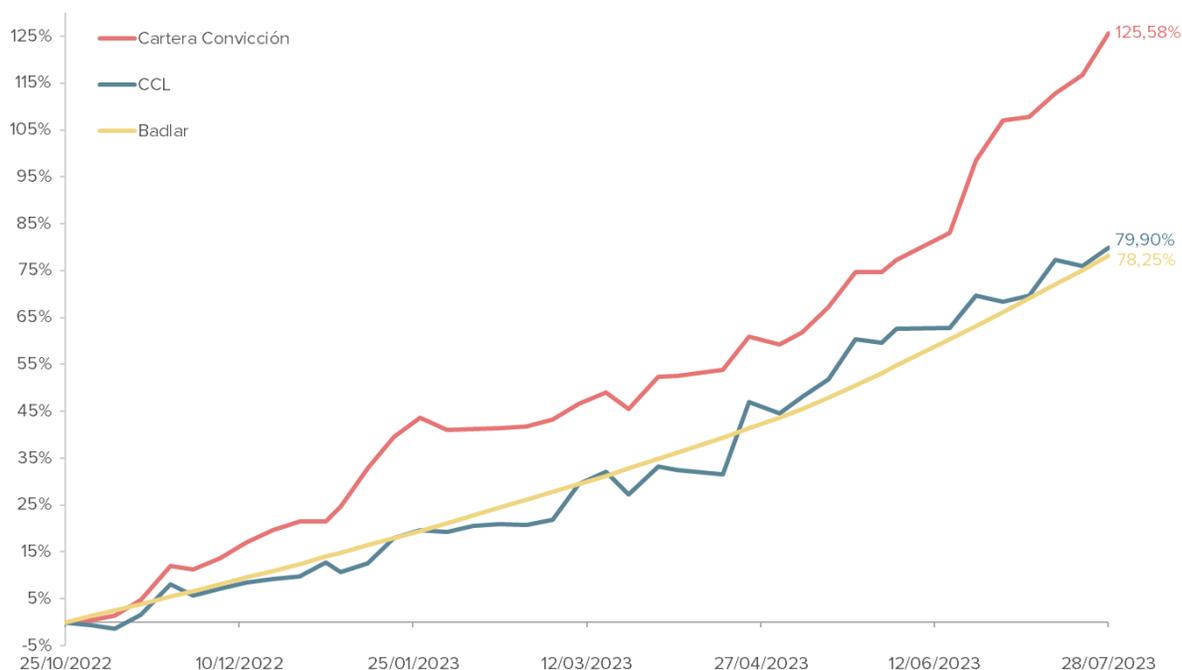
Cartera Convicción	Moneda	%	% Instrumento	Rdto	Precio 21-Jul	Precio 28-Jul	Rdo x Moneda	Rdo Total
	USD	58%	41,0% AL30 17,0% IEB Renta Fija Dólar	7,27% 2,71%	14.505 1,024	15.559 1,016	5,93%	4,07%
ARS	42%	8,0% IEB Renta Fija (DL)	0,92%	22,009	22,210	1,50%		
		14,0% T4X4	2,24%	129,45	132,35			
		12,0% Lecer X18O3	1,32%	117,10	118,64			
		8,0% IEB Ahorro Plus (t+1)	1,08%	8,216	8,305			

En el mes de julio la cartera alcanzó una rentabilidad de 8,92%, acumulando un rendimiento de 85,56% desde comienzo de año. Ambos rendimientos se encuentran considerablemente por encima de las variaciones que mostraron la tasa Badlar y el dólar CCL durante los mismos periodos.

Retornos Mensuales										YTD
	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23	
Cartera	11,31%	9,19%	18,13%	-1,29%	7,53%	4,45%	9,78%	18,52%	8,92%	85,56%
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	6,55%	6,60%	8,42%	7,34%	56,38%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	8,59%	10,37%	5,52%	6,83%	59,56%

Al mismo tiempo, la cartera lleva acumulado un rendimiento de 125,58% desde sus inicios, rendimiento muy por encima de lo acumulado por el CCL (79,9%) y la tasa Badlar (78,25%) durante el mismo período.

Rendimiento de la cartera



## BONOS SOBERANOS

**A pesar del viento de frente del contexto internacional y el deterioro de los fundamentales macro, la deuda local vuelve a ubicarse casi 2% en promedio arriba del cierre de la semana pasada.** Tras conocerse, el viernes pasado, el acuerdo alcanzado con el FMI (que aún se encuentra sujeto a la aprobación del directorio) este factor de incertidumbre se despejó, lo que dio lugar a una reacción positiva. Ese mismo día los bonos cerraron la jornada con una suba promedio de 1,6%.

Por otra parte, la deuda emergente esta semana se vio afectada por el downgrade de la calificación crediticia de Estados Unidos que arrastró al índice EMB. La deuda emergente muestra una baja de casi 2% en lo que va de la semana y le puso un freno durante el día martes al avance de los bonos argentinos que luego continuaron con su tendencia alcista.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)

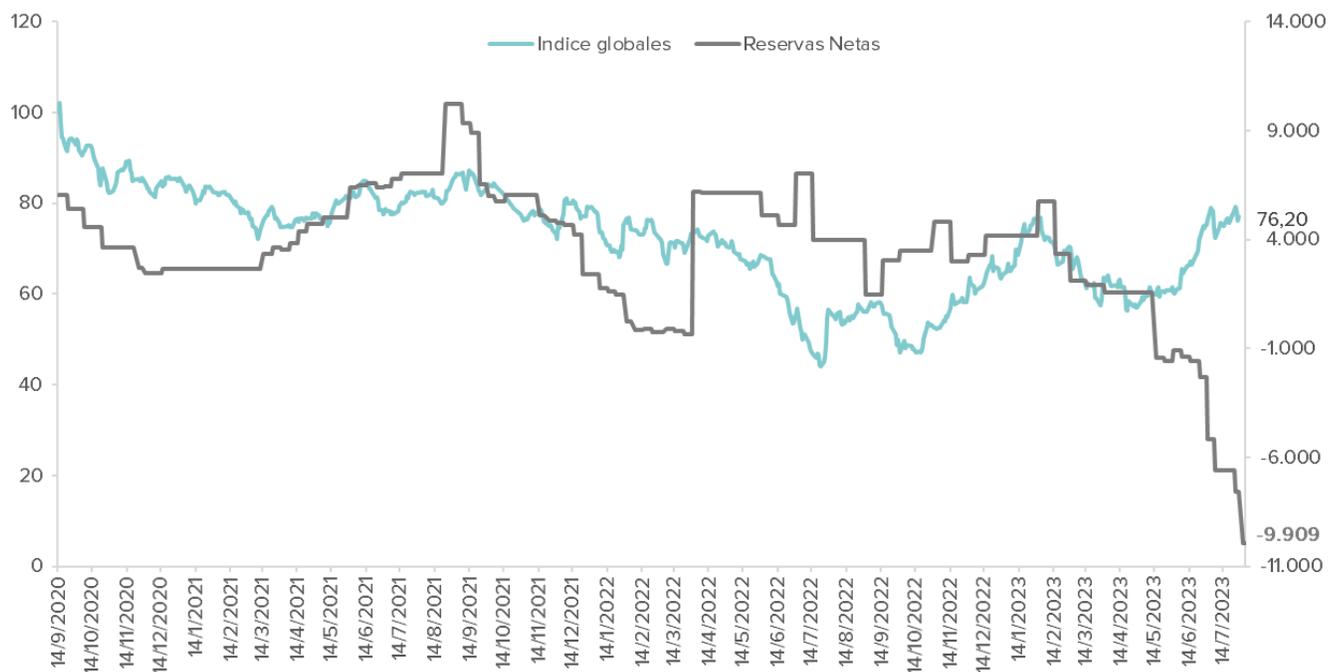


Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Como veníamos mencionando, las expectativas de un cambio de gobierno continúan prevaleciendo por sobre el continuo deterioro de la situación macro, ya que las reservas netas alcanzan niveles inquietantes, mientras que los bonos argentinos parecen continuar su rumbo ajenos a todas estas dificultades.

Se puede observar que la correlación entre los bonos soberanos y el nivel de reservas se perdió completamente durante el último mes, mientras los bonos continuaron su tendencia alcista las reservas netas no detuvieron en ningún momento su caída.

Indice de bonos globales (base 100=14/9/20) vs Reservas netas



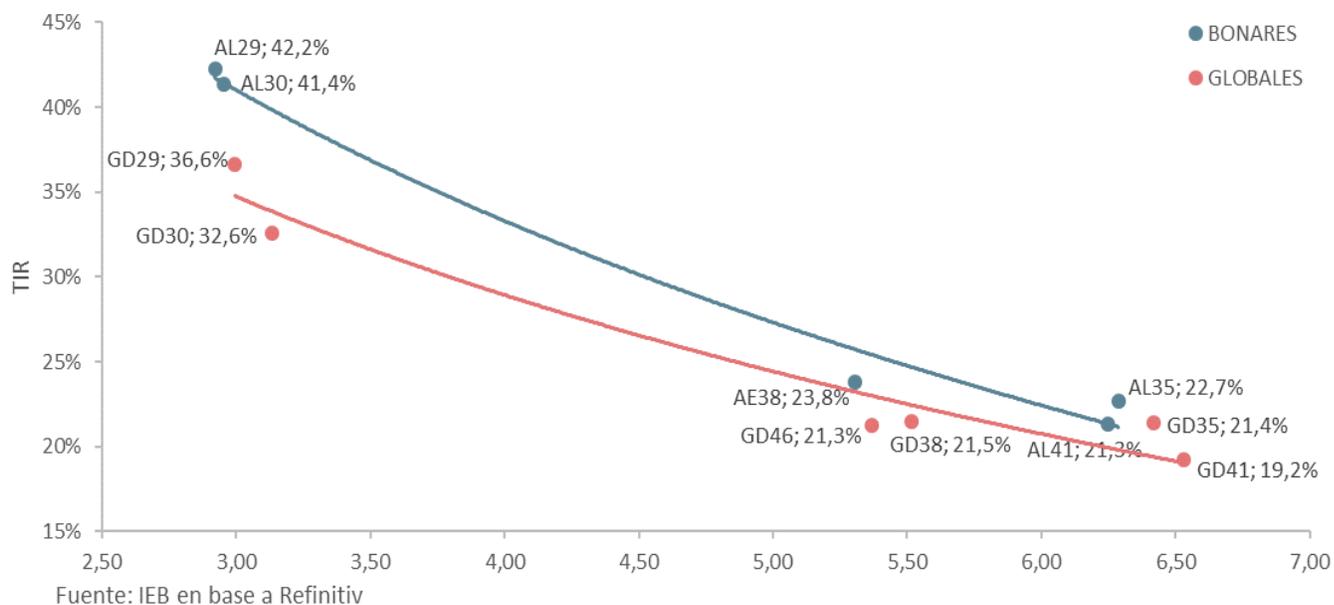
Fuente: IEB en base a BCRA y Refinitiv.

**El gobierno parece seguir interviniendo fuertemente en el mercado de bonos específicamente en las especies GD30 y AL30 que registran volúmenes operados records contra MEP y CCL. Se estima que en las últimas semanas el BCRA habría usado cerca de USD 400 MM para operar estos instrumentos con el objetivo de mantener a raya los dólares financieros.**

En lo que va de la semana los bonos con ley local muestran mayores subas con respecto a los de ley extranjera, con rendimientos de 2,40% y 1,50% respectivamente.

El spread entre el AL30 y su par con ley NY se comprime levemente y se ubica en torno al 21,6%, mientras que los spreads en el resto de la curva se encuentran en niveles cercanos al 11%.

## Curva de bonos soberanos



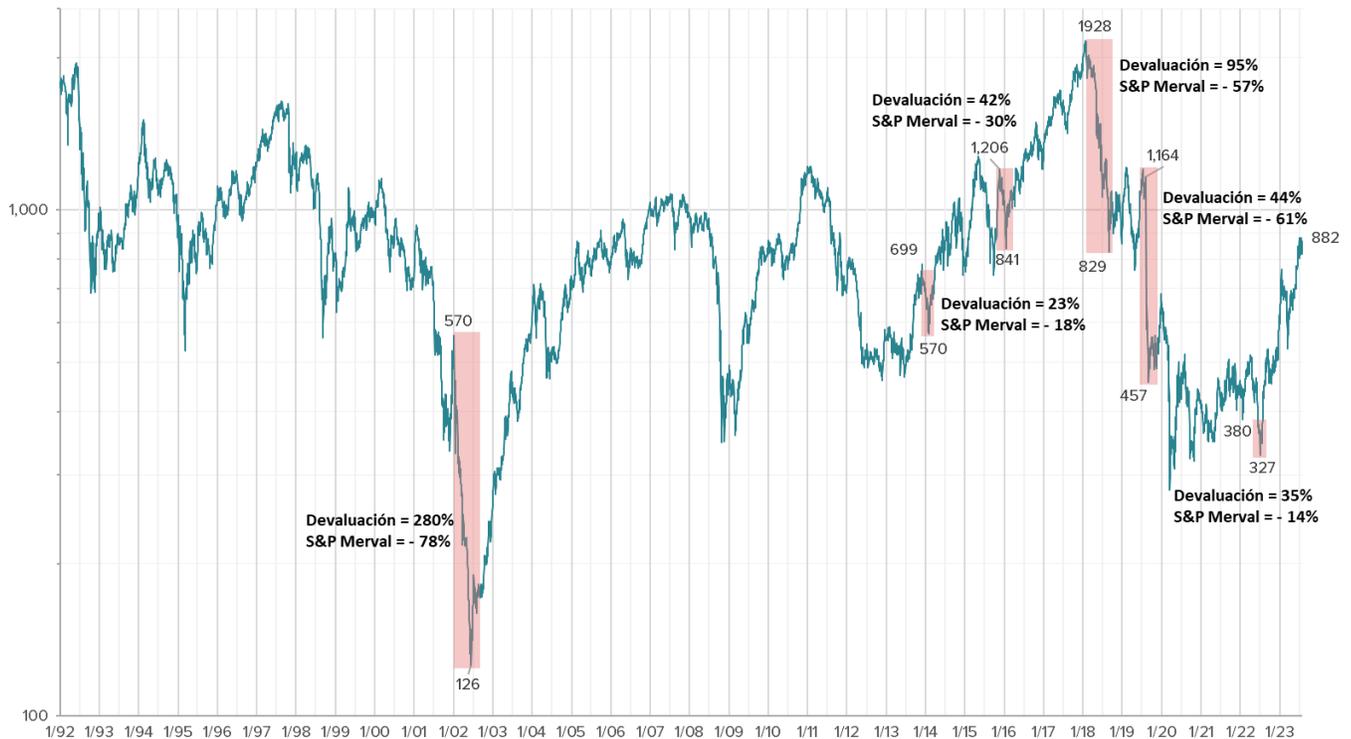
A medida que nos adentramos en el proceso electoral la incertidumbre irá en aumento y posiblemente veamos cierta presión sobre los dólares paralelos que se pueden intensificar dependiendo del resultado de las elecciones primarias.

Ante este contexto vemos la necesidad de mantener una cartera altamente dolarizada. Creemos que dentro de los bonos soberanos, el AL30 resulta ser uno de los activos más defensivos puesto que es uno de los instrumentos más utilizados por las tesorerías encephadas para dolarizarse.

## EQUITY ARGENTINO

Ayer publicamos un [informe](#) en el que analizamos el comportamiento del S&P Merval frente a eventos de devaluación pasados. **Como queda evidenciado en el gráfico siguiente, todo evento de devaluación fue seguido de una caída en el S&P Merval.**

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



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

### No obstante, pueden marcarse algunas observaciones:

- **Primero**, salvo en la devaluación post-PASO 2019, la caída en el índice fue menor a la devaluación. Es decir, la renta variable si bien estuvo lejos de ser una cobertura eficaz, fue más defensiva y su recuperación fue relativamente rápida.
- **Segundo**, la mayor caída en el evento post-PASO 2019 también sumó un cambio en las expectativas del mercado: el retorno de un gobierno en cuya fórmula se encontraba CFK y el fin del “sueño” del “sí, se puede”.
- **Tercero**, las expectativas de “lo que está por venir” luego de una devaluación jugaron un papel preponderante: cuando las mismas fueron positivas, 2001, 2015, 2022 se produjo una recuperación notablemente rápida. A la inversa, cuando las expectativas fueron negativas, 2018 y 2019 no se dió tal efecto.

**La conclusión a la que arribamos, luego de ese pormenorizado análisis, es que ante una eventual devaluación, el S&P Merval sufrirá, inicialmente, el impacto de la misma y, de acuerdo a las expectativas que asumamos, la caída del mismo será de menor o mayor proporción.**

**Un recambio presidencial *suele* generar un cambio de expectativas.** Este supuesto, podría no materializarse si el mercado lee un eventual triunfo de Massa como una continuidad de las políticas actuales (no obstante, aún en ese caso creemos que una devaluación será inevitable).

**En este escenario podríamos esperar que la caída en el S&P Merval sea menor a la devaluación y que dicho ajuste se revierta en un lapso de tiempo relativamente corto.**

***Por tanto, si uno es optimista a largo plazo, la caída del mercado de renta variable al efectuarse la devaluación podría brindar una buena oportunidad de compra.***

**GRUPO IEB**

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prouban (1001) - C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

---

**RESEARCH**

**IGNACIO SNIECHOWSKI**

*Head of Research*

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

**LUCAS DECOUD**

*Analista Renta Fija*

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

**GABRIEL PRORUK**

*Analista*

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

**FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista Jr.*

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

**COMERCIAL**

**MATÍAS GUERRI**

*Director Comercial*

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

**SANTIAGO CASTRO RIVAS**

*Coordinación Comercial*

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

**TRADING DESK**

**NICOLÁS CAPPELLA**

*Sales Trader*

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

**FEDERICO BROGGI**

*Sales Trader*

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