

6 de julio de 2023

Argentina Weekly

Más vencimientos, sin definiciones ...

Lo que el ministro-candidato Massa había anunciado -cuestión de horas para conocer el acuerdo con el FMI- se ha transformado en una semana y aún hay escollos por salvar para lograr cerrar un acuerdo. Durante julio, la Argentina enfrenta vencimientos con el organismo por USD 2.630 MM y por el momento la única certeza es que desde el gobierno unificarán todos los vencimientos y esperarán a fin de mes para realizar el pago que debe realizarse sí o sí, si no se quiere incumplir con el organismo.

Cabe destacar que, como mencionamos en el weekly anterior, una vez llegado el acuerdo el mismo debe ser aprobado por el directorio del organismo; evento que ocurre entre 15 y 20 días luego de que ambas partes lleguen a un acuerdo. Es decir que para poder contar con desembolsos antes del 31/7, el acuerdo debería quedar cerrado antes del 10 de julio.

En la sección economía hacemos un análisis de la evaluación de las reservas en un potencial escenario en el que no se logre llegar a un acuerdo para dicha fecha y los vencimientos deban pagarse con reservas (Yuanes más que probable puesto que los DEGs ya se utilizaron para el pago anterior, y los USD son muy escasos).

Luego de alcanzar valores de USD 855, el máximo de toda la administración Fernandez, el mercado de equity argentino tuvo una leve corrección (que se acentúa durante el día de hoy) llegando a los USD 851. El mercado continúa percibiendo que el sector privado posee un nivel de "riesgo país" menor al que presenta Argentina como estado soberano.

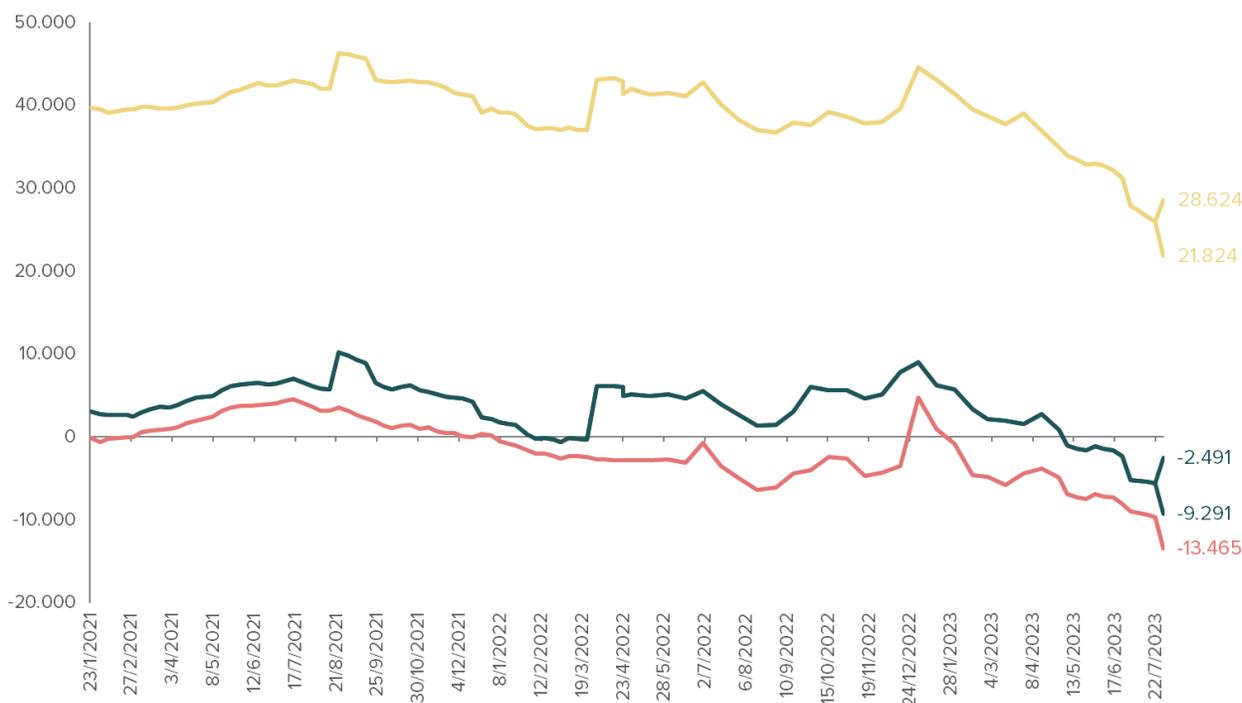
La cartera recomendada de acciones argentinas continúa performeando muy por encima del benchmark; el S&P Merval al igual que nuestra cartera de CEDEARs que, a pesar de las bajas registradas en el mercado americano, continúa con una performance superior a todos los índices, QQQ, DIA y SPY y superando ampliamente al CCL.

ECONOMÍA

Brevemente los temas relevantes de la semana fueron: la situación de las reservas y el acuerdo con el FMI y Dólar:

1. La situación de las reservas y acuerdo con el FMI: Hoy Massa se encuentra en una carrera contrarreloj cuya meta es cerrar las negociaciones con el FMI para brindar cierta tranquilidad en cuanto al nivel de reservas, tras un mes de junio que cerró con la peor pérdida de reservas en la primera mitad del año, escapando del BCRA USD 5.075 MM en total que dejaron a las reservas netas en un nivel más que preocupante que ya habíamos anticipado, USD -5.000 MM. Esta presión sobre las reservas parecería extenderse a julio, con las primeras ruedas del mes registrando ventas por USD 75 MM en el MULC, y las autoridades monetarias postergando los vencimientos con el FMI hasta fin de mes a la espera de la definición de un nuevo acuerdo, posibilidad que hace un tiempo parecía una certeza pero lentamente va perdiendo fuerza.

Escenarios para las Reservas Brutas, Netas y Líquidas en Julio



Fuente: IEB en base a BCRA y proyecciones propias

De no concretarse este acuerdo el BCRA, ya sin DEGs, se vería obligado a realizar adelantos transitorios al Tesoro Nacional para que éste le compre los yuanes necesarios para pagar el vencimiento (asumimos que el gobierno preferirá utilizar yuanes y no dólares). Esto derivaría en una caída de USD 2.600 MM en las reservas que dejaría a las reservas netas en una situación inquietante. Sin embargo, el Fondo no es la

única preocupación en materia de reservas, ya que el lunes se deberá afrontar el pago de cupones de deuda soberana, cuyo pago ya fue anunciado.

Teniendo en cuenta esta situación, trazamos los dos caminos posibles para las reservas hasta finales de julio: con acuerdo y sin acuerdo, es decir, con desembolsos o sin desembolsos.

Más allá de la posibilidad de que el FMI le de algún salvavidas al BCRA, se observa que difícilmente la situación de las reservas mejore. De concretarse un acuerdo que incluya desembolsos las reservas netas mejoran temporalmente para la “foto”, puesto que en agosto hay cerca de USD 600 MM a pagarle al organismo y en septiembre casi USD 1.000 MM. Sin embargo, el tiempo es oro: de no cerrarse las negociaciones antes de mediados de la semana próxima, el acuerdo no alcanzaría para aliviar los pagos postergados al 31 de julio dados los tiempos de aprobación del directorio (entre 15 y 20 días), y los efectos electorales de esta salida de reservas que desde el gobierno buscan evitar se harían notar dada la cercanía a las PASO.

Se postula entre las posibles exigencias por parte del FMI para este nuevo acuerdo un sinceramiento del tipo de cambio con una devaluación brusca, la cual es muy improbable que el gobierno acepte dados los efectos inflacionarios que acompañarían a la medida, tomando más fuerza una aceleración del crawling peg. Por el lado de las autoridades monetarias, es posible que apunten a obtener una mayor permisividad en cuanto a intervención de los dólares, buscando más herramientas y libertad para evitar corridas en medio de un cargado año electoral.

De concretarse este nuevo acuerdo con el organismo internacional podrían observarse cambios en la política del BCRA, aunque la situación de fondo no cambiaría sustancialmente: el BCRA continúa perdiendo reservas, y no encuentra las herramientas -o a esta altura no cuenta con ellas- para reparar la gotera que se amplía a medida que avanza el año.

2. Dólar: La tranquilidad en el frente cambiario continuó extendiéndose a pesar de la presión que ejerce el nivel crítico de reservas sobre los tipos de cambio. En las últimas semanas el CCL continuó con su tendencia alcista, aunque a un ritmo más controlado y estable que a principios del 2023, lateralizando en las últimas dos semanas alrededor de \$515, y dándole más espacio al tipo de cambio oficial para contener la brecha. Esta tendencia se mantuvo durante todo el mes de junio, el cual registró una suba del 5% en el CCL versus el 13% alcanzado en mayo, principalmente explicado por una mayor demanda de pesos y la desaceleración en la inflación que lleva a tasas reales positivas.

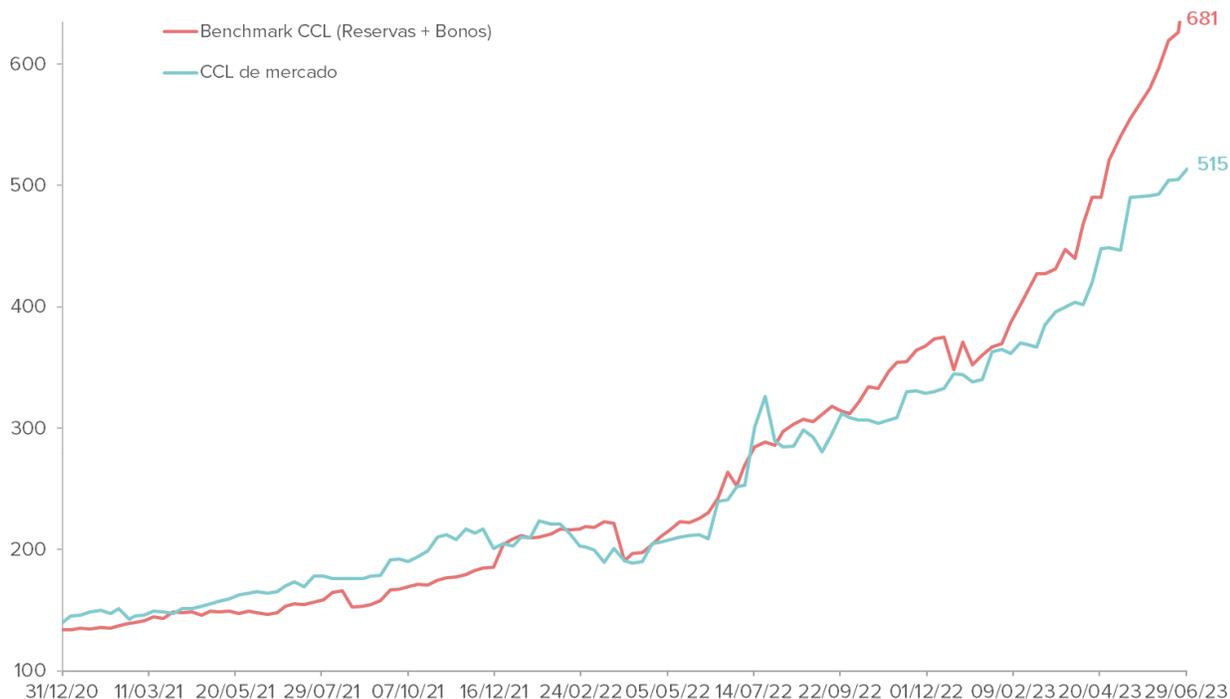
Balance Sintético del BCRA

	31/12/2021	31/12/2022	31/1/2023	28/2/2023	31/3/2023	30/4/2023	31/5/2023	30/6/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	41.298	41.417	38.709	39.060	35.001	33.001	27.926
2. Bonos - USD MM	7.924	6.720	9.116	8.395	7.534	6.517	7.069	8.783
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.019	50.533	47.104	46.594	41.519	40.070	36.709
4. Pasivos Monetarios - \$ miles	4.895.545	7.340.547	7.721.215	7.769.439	7.901.613	7.863.242	8.207.832	8.523.783
5. Pasivos Remunerados - \$ miles	5.044.615	10.483.446	10.944.518	11.643.740	12.206.886	13.777.371	15.027.723	16.469.099
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	209	371	369	412	432	521	580	681
7. CCL	203	344	365	367	406	443	491	514

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

Con los datos disponibles correspondientes a fin de mes, nuestro benchmark CCL se ubicó en \$681, marcando una intensa suba con respecto al mes anterior de \$100 -la mayor en lo que va del año- que incrementó el desvío con el CCL de mercado a niveles récord: 33%. Este duro golpe se dio como resultado de una sustancial pérdida de reservas tras el pago de vencimientos al FMI, mientras que el elevado desvío surge como una combinación de un benchmark en fuerte ascenso y un CCL planchado.

CCL y Benchmark del CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

La ausencia de movimientos del CCL frente a un balance del BCRA en constante deterioro deja mostrar que los recientes movimientos de los dólares no responden a una mejora en la situación contable de la autoridad monetaria ni la macroeconómica. Entre los factores a destacar que consideramos explican esta tranquilidad cambiaria se encuentra la incidencia de la inflación sobre las tasas de interés. Con tasas efectivas mensuales rondando el 8%, el dato de inflación de 7,8% deja las tasas reales positivas -aunque sea mínimamente- desincentivando el ahorro en dólares e inclinando al inversor menos sofisticado a optar por un plazo fijo. Esta tendencia podría extenderse en julio, con proyecciones para el dato correspondiente a junio previendo una inflación menor incluso que mayo, pero no resulta tan convincente con la mirada puesta en diciembre.

También consideramos importante remarcar el efecto sobre los dólares que resulta de la mayor demanda de pesos en las últimas semanas, con el reciente pago de aguinaldo y el crecimiento de la economía informal siendo los principales factores explicativos.

Con respecto al tipo de cambio oficial, tras observar una desaceleración del ritmo devaluatorio en junio, las primeras ruedas del mes observaron nuevamente una aceleración del mismo que asistió en la devolución de la brecha a niveles por debajo del 100%. Tomando el promedio de las últimas cinco ruedas, el crawling peg se ubicó en 8,4% TEM, una notable aceleración con respecto al 6,4% alcanzado al final de junio. A pesar de esta aceleración, será difícil que el gobierno mantenga un ritmo de devaluación por encima de la inflación o la tasa de interés. Sin embargo, dadas las posibilidades de un nuevo acuerdo con el FMI, resulta importante remarcar los posibles cambios en política cambiaria que podrían acompañar a este, con un incremento en el crawling peg posiblemente encontrándose entre las exigencias, permitiendo disminuir el atraso cambiario y evitar la pérdida de competitividad.

BONOS SOBERANOS

Luego del rally que experimentó la deuda soberana en las últimas semanas, explicado fundamentalmente por variables electorales dado que los fundamentals macro continúan deteriorándose, esta semana se observan retrocesos en casi toda la curva de bonos soberanos. Esto puede explicarse en parte porque el mercado ha decidido tomar ganancias luego de haber tenido subas de 25% en dólares promedio en poco más de un mes sumado al hecho de que pagan cupones de interés el lunes, pero por otra parte la deuda argentina se ve arrastrada por la caída que experimenta la deuda emergente que cae alrededor de 2,5% esta semana.

Los factores internacionales parecen estar jugando un papel fundamental en esto, con los bonos argentinos moviéndose acoplados al índice EMB pero dado que la deuda argentina tiene un Beta alto, amplifica los movimientos del índice EMB.

En el plano internacional el mercado incorpora a sus expectativas el contexto más “hawkish” que se desprende del comunicado de la FED, que probablemente aumente dos veces más en 25 puntos básicos durante este año la tasa de política monetaria.

El mercado aumentó las probabilidades que le asigna a una suba de tasas de 25 pbs en la próxima reunión del FOMC, ubicándose actualmente dichas probabilidades en torno al 90%. Además el mercado está internalizando que la tasa continuará sin reducciones hasta la reunión de mayo del 2024.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



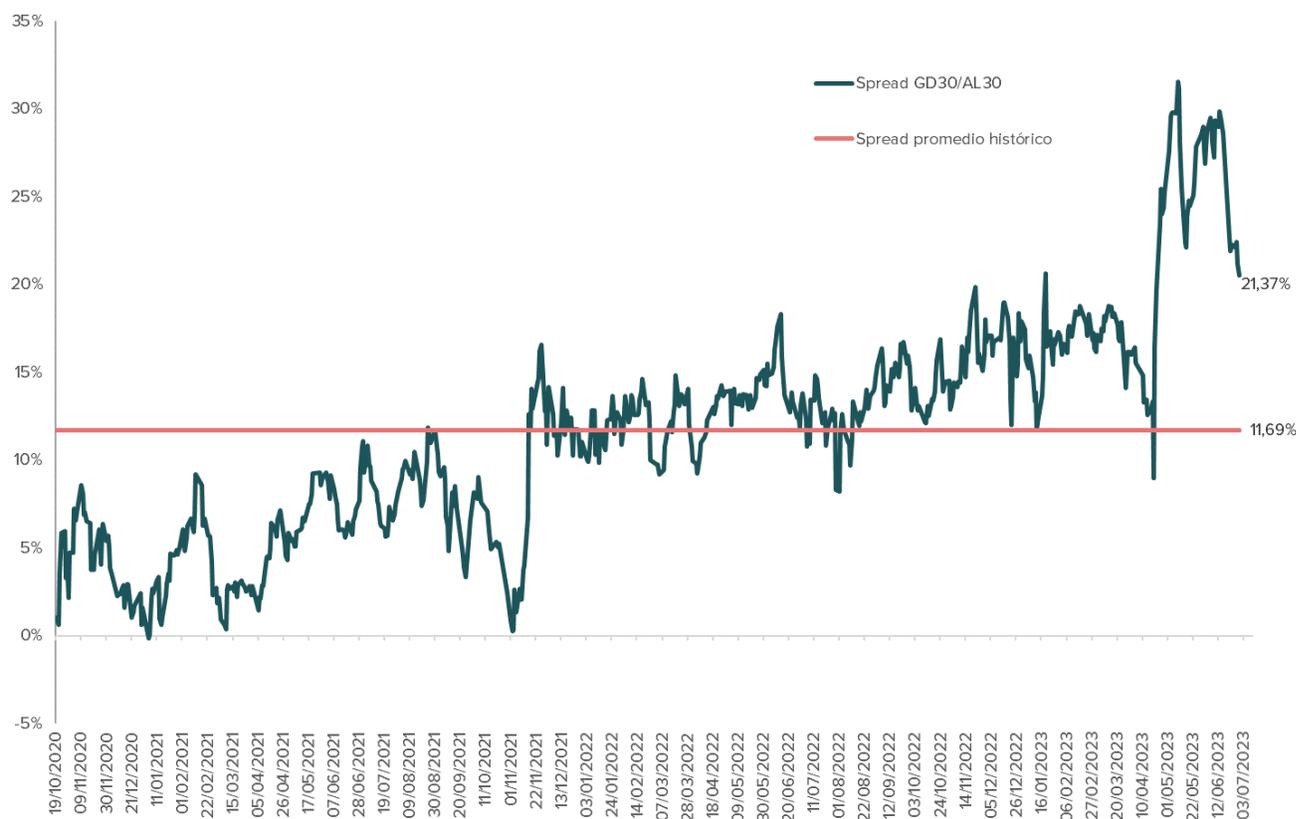
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por otra parte, en el plano local, luego de conocerse la oferta electoral de cara a las PASO que entusiasmó al mercado, se observa que las variables macros siguen deteriorándose con las reservas netas en niveles inusualmente negativas, que luego del pago de cupones podrían rozar los USD -6.000 MM, con el BCRA encontrando serias dificultades para recomponer reservas al mismo tiempo que se suman desbalances monetarios con los pasivos remunerados creciendo por arriba de la tasa de inflación. Mientras tanto el acuerdo con el FMI se demora y el gobierno deberá hacer frente al pago de cupones con reservas propias a la vez que se comunicó la decisión de postergar el vencimiento con el organismo para finales de este

mes cuando el país deberá desembolsar USD 2.600 MM, por lo que el acuerdo se vuelve algo indispensable para llegar sin sobresaltos a las elecciones primarias.

Los spreads de jurisdicciones entre los bonos comprimieron significativamente, con los Bonares subiendo 29% desde comienzos de junio mientras que los Globales solo lo hicieron en 23%. El spread entre el AL30 y su par con jurisdicción NY en niveles de 21% aún continúa siendo elevado en términos históricos.

Spread GD30/AL30

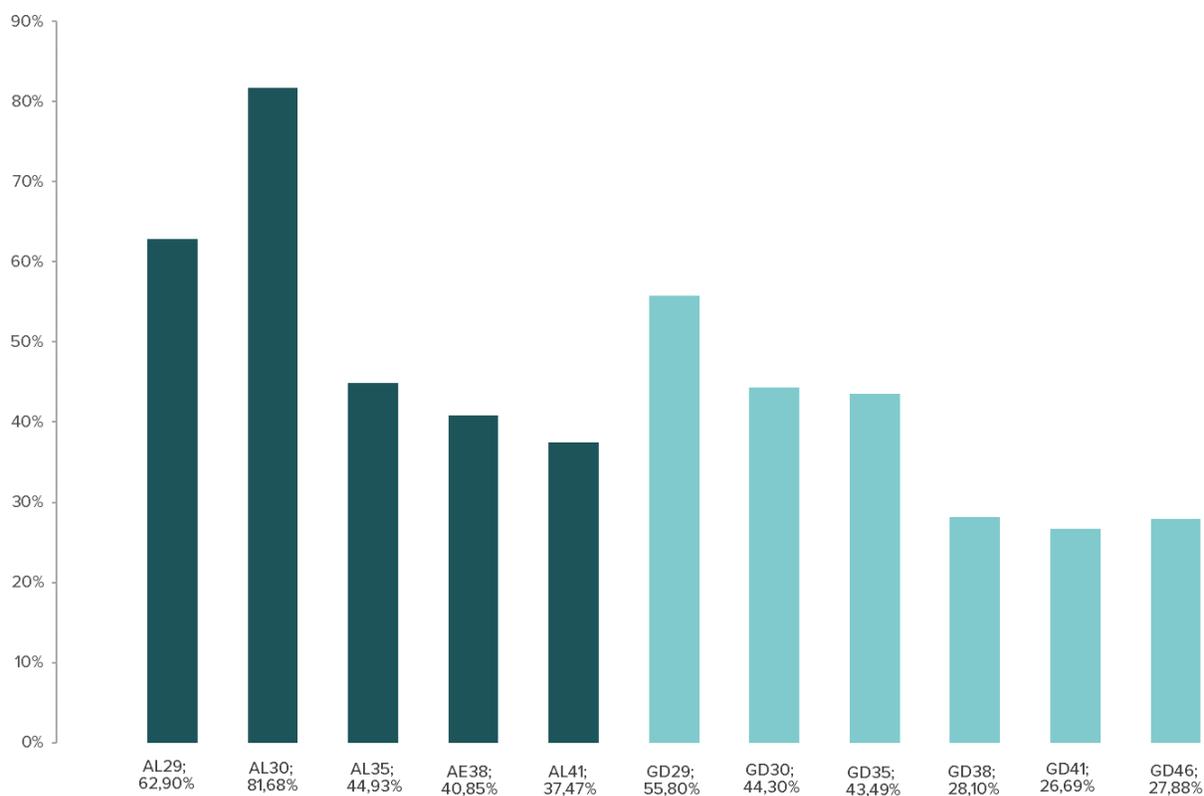


Adicionalmente también luce elevado si lo comparamos con los spreads del resto de la curva de soberanos que también comprimieron en especial el tramo más corto de la curva.

Bonos	Spreads Jurisdicciones
GD29/AL29	8,49%
GD30/AL30	21,37%
GD35/AL35	2,02%
GD41/AL41	11,00%

Este diferencial entre el GD30 y AL30 vuelve muy atractivo este último. Además si hacemos el ejercicio de calcular el upside que tienen los bonos soberanos en caso de que alcanzaran el precio histórico máximo que fueron los inmediatos luego de la reestructuración del 2020, vemos que la mayor suba potencial la tiene el AL30. Nuestra visión es que con una macro que logre atravesar las elecciones con cierta estabilidad basada en un acuerdo con el FMI, la utilización del swap con China y mayores restricciones a las importaciones, para que luego el próximo gobierno ponga en práctica un programa de estabilización ayudado con una balanza comercial más normalizada, creemos que los bonos soberanos tienen mucho recorrido al alza en el largo plazo.

GDs y ALs: Upside desde precios de hoy a máximos históricos

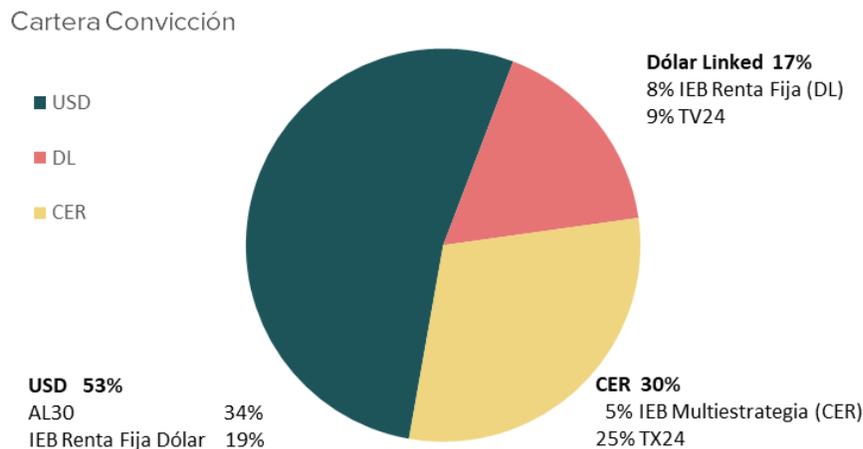


Fuente. IEB en base a Refinitiv

CARTERA RENTA FIJA

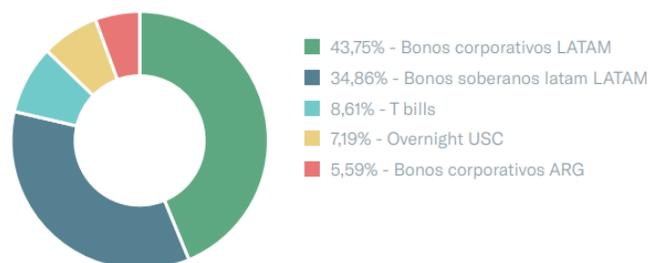
El retraso en firmar un acuerdo con el FMI que le permita al país hacer frente a los próximos vencimientos de deuda con el mismo organismo, junto a la situación de las reservas del Banco Central, no hace más que aumentar la incertidumbre latente de cara a las elecciones PASO. No obstante, el BCRA viene cumpliendo su objetivo de mantener los dólares financieros en relativa calma, cumpliendo con los deseos del Ministro Massa de no llevar adelante un salto discreto del FX Oficial en el periodo pre-electoral. Frente a este

escenario de tranquilidad relativa en el dólar, nos parece oportuno continuar haciendo tasa con instrumentos en pesos. Es así, como nuestra cartera queda conformada actualmente por un 53% de activos en dólares y un 47% de activos en pesos.



Con respecto a la parte de la cartera denominada en dólares reducimos levemente en un 4% nuestra exposición a bonos soberanos hard dólar (AL30), ya que si bien vemos que todavía tiene recorrido al alza en el largo plazo con un spread entre jurisdicciones en torno al 22% y operando con un precio cercano a los valores de recuero históricos, luego del rally de las últimas semanas pensamos que se debe empezar a ser más cautelosos. Por otra parte, mantenemos la posición en el Fondo IEB Renta Fija USD buscando cobertura frente al riesgo local con activos de corta duration y alta calidad crediticia de Latam y Estados Unidos.

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR

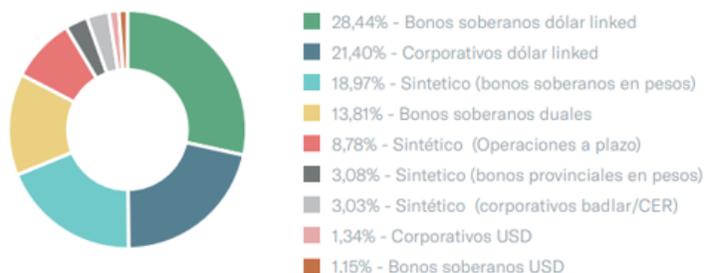


Con respecto a la parte en pesos, aumentamos 18% nuestra posición en activos CER, específicamente elegimos el bono TX24 y el Fondo IEB Multiestrategia (CER) que nos permitirá capturar el aumento de precios. En particular, el bono TX24 que presenta un rendimiento atractivo de CER + 7,6%, mientras que el Fondo IEB Multiestrategia (CER) nos permite diversificar durations. Además, mantenemos un 17% de la cartera en instrumentos Dólar Linked via TV24 y el Fondo IEB Renta Fija (DL), con el objetivo de cubrirnos

frente a una aceleración del tipo de cambio oficial al mismo tiempo que vemos que la parte larga de la curva puede seguir comprimiendo aún más.

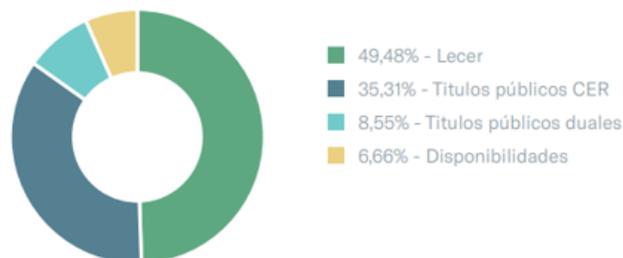
Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked)

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Fondo IEB Multiestrategia (CER)

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



La cartera que presentamos cuenta con una duration actual (medida en años) de 1,59 al cierre del día de ayer, siendo de 2,37 la duration de los activos en dólares y de 0,71 para el caso de los activos denominados en pesos.

Moneda	%	%	Instrumento	Duration	Duration por moneda	Duration Total
USD	53%	34,0%	AL30	2,99	2,37	1,59
		19,0%	IEB Renta Fija Dólar	1,25		
ARS	47%	9,0%	TV24	0,87	0,71	
		8,0%	IEB Renta Fija (DL)	0,93		
		25,0%	TX24	0,68		
		5,0%	IEB Multiestrategia	0,19		

La última semana la cartera obtuvo en rendimiento en pesos de 4,38% traccionado fundamentalmente por la fuerte suba que mostró el AL30 que tuvo una variación en su precio de 10,75%, a la vez que los activos en pesos en su conjunto tuvieron una rentabilidad de 1,42% con un buen desempeño del TX24 en particular que subió 3,09%. En el mismo periodo de tiempo el CCL retrocedió -0,76% por lo que la cartera cerró la semana pasada con un rendimiento en dólares de 5,18%

Entre los activos en pesos los dos Fondos IEB tanto el Renta Fija (DL) como el IEB Multiestrategia vuelven a mostrar buenos rendimientos, con subas de 1,26% y 1,55% respectivamente.

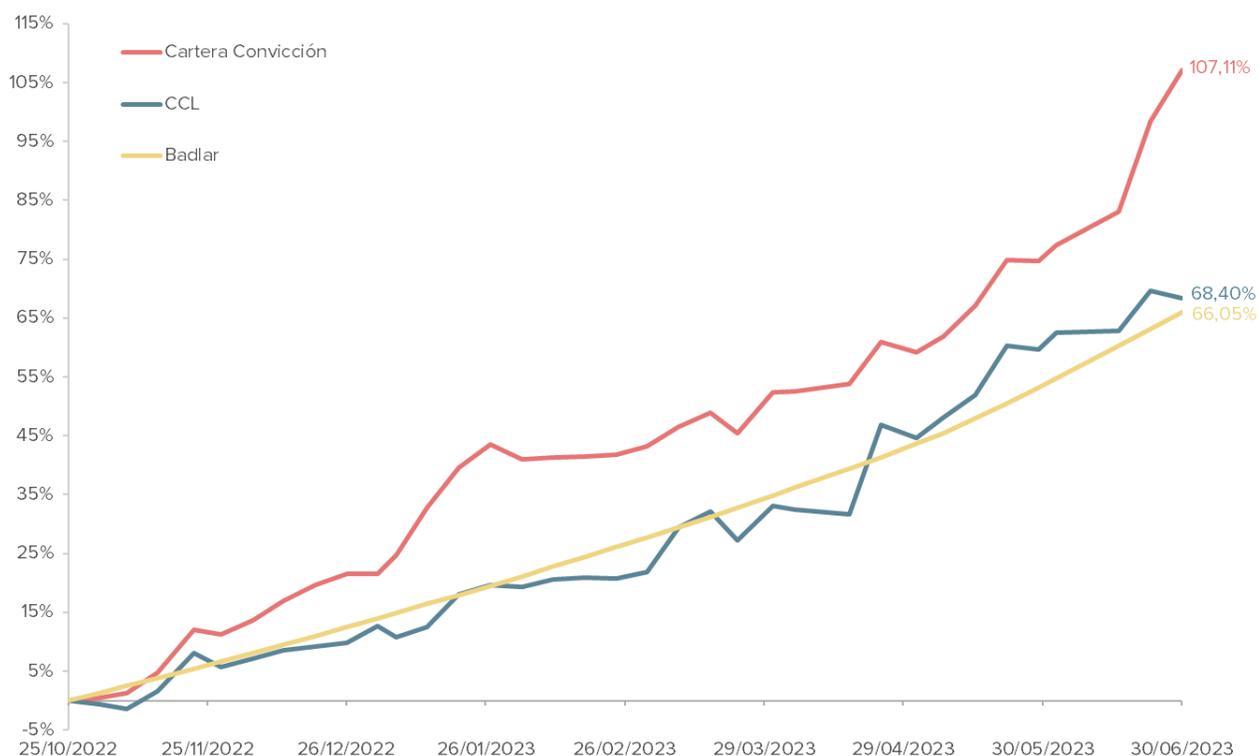
Cartera Convicción	Moneda	%	%	Instrumento	Rdto	Precio 23-Jun	Precio 30-Jun	Rdo x Moneda	Rdo Total
	USD	61%	39,0%	AL30	10,75%	12.844	14.225	6,27%	4,38%
		22,0%	IEB Renta Fija Dólar	-1,68%	1,014	1,013			
ARS	39%	15,0%	TV24	0,63%	27.100	27.270	1,42%		
		12,0%	IEB Renta Fija (DL)	1,26%	20,88	21,14			
		8,0%	TX24	3,09%	487,90	503,00			
		4,0%	IEB Multiestrategia	1,55%	13,80	14,02			

En el mes de junio, la cartera convicción mostró un rendimiento mensual de 18,52%, el cual se encuentra considerablemente por encima del rendimiento que mostró el CCL (5,52%) y la tasa Badlar (8,42%) en el mismo mes.

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

Finalmente, la cartera acumula un rendimiento de 107,11% desde sus inicios, desempeño que se encuentra muy por arriba de lo acumulado por el dólar CCL y la tasa Badlar en el mismo periodo de tiempo.

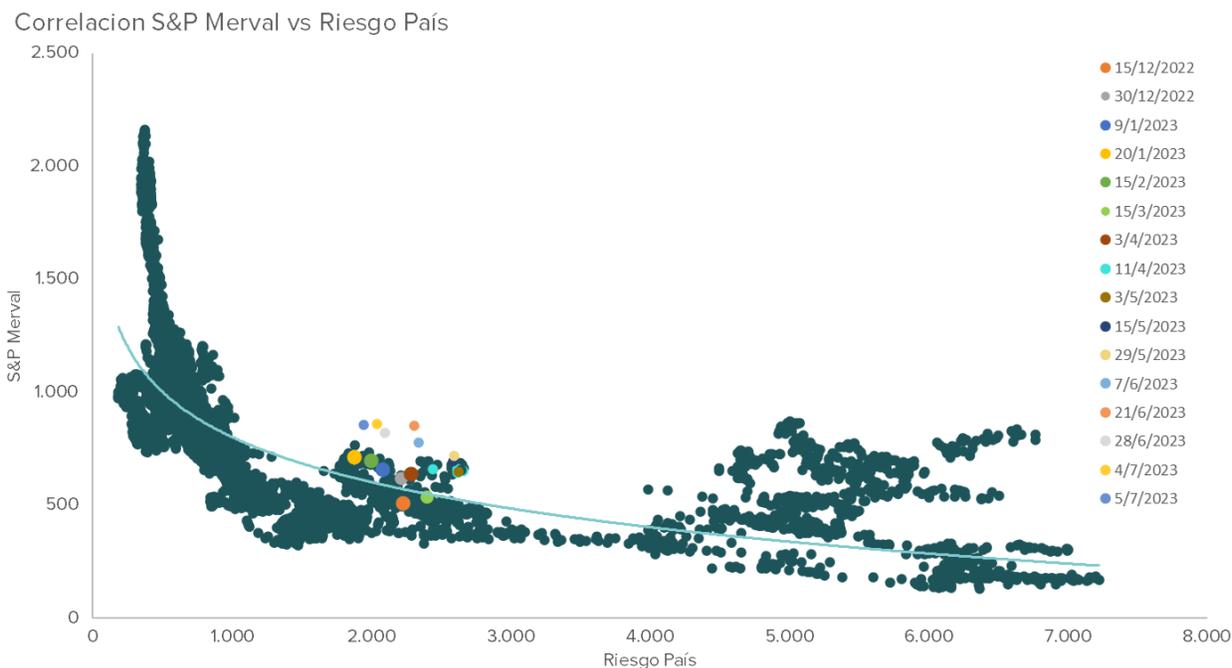
Rendimiento de la cartera



EQUITY ARGENTINO

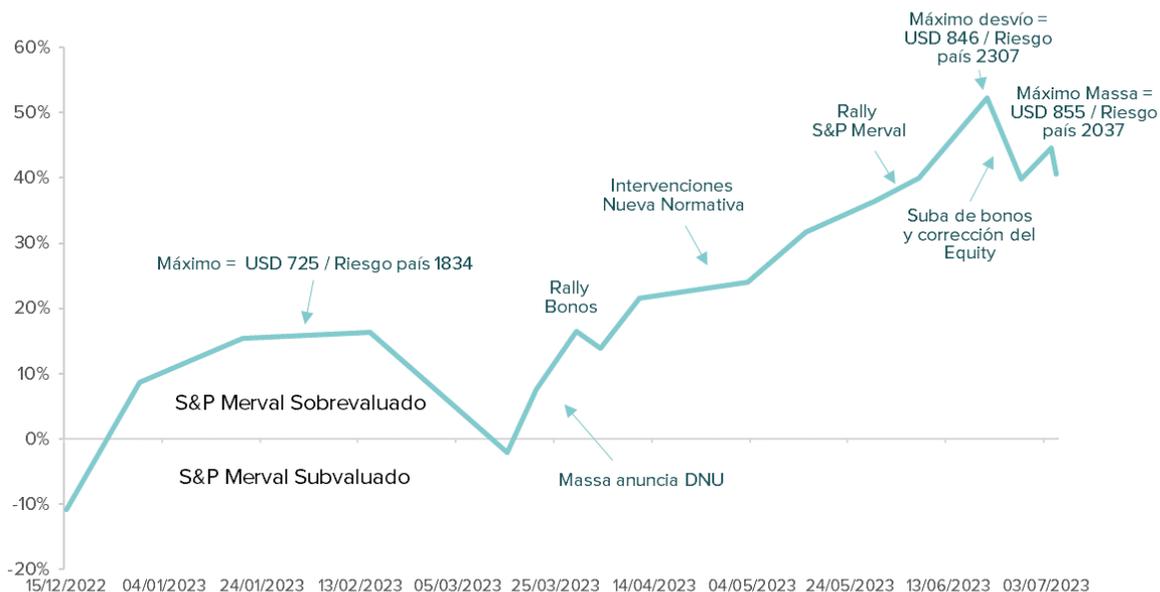
Luego de alcanzar valores de USD 855, el máximo de toda la administración Fernandez, el mercado de equity argentino tuvo una leve corrección (que se acentúa durante el día de hoy) llegando a los USD 851. **El mercado continúa percibiendo que el sector privado posee un nivel de “riesgo país” menor al que presenta Argentina como estado soberano.** Esto queda de manifiesto cuando vemos que, a pesar de la

baja ocurrida en el riesgo país -pasó de 2.037 a 1.941 puntos-, el índice se encuentra sobrevaluado comparado con niveles históricos.



Así el “mispricing” creciente que mostraba el S&P Merval frente al nivel de riesgo país observado se mantiene estable.

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

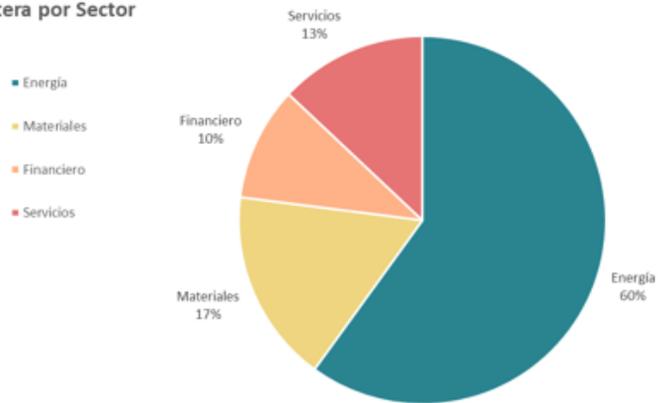
Frente a este escenario nuestra cartera recomendada de acciones argentinas continúa performeando muy por encima del benchmark; el S&P Merval, incluso si quitamos el efecto de incluir en ella a Vista Energy:

Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval (28/07/22 - 21/06/23)



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

Cartera por Sector



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

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre IEB (1414) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://invertirenbolsa.com.ar>

RESEARCH

IGNACIO SNIÉCHOWSKI

Head of Research

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

COMERCIAL

MATÍAS GUERRI

Director Comercial

mguerri@grupoieb.com.ar

SANTIAGO CASTRO RIVAS

Coordinación Comercial

scastrorivas@grupoieb.com.ar

TRADING DESK

NICOLÁS CAPPELLA

Sales Trader

ncappella@grupoieb.com.ar

FEDERICO BROGGI

Sales Trader

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.