

22 de junio de 2023

Argentina Weekly

Semana corta: Compás de espera

El mercado sigue atento a las negociaciones con el FMI, entre ayer y hoy operaron vencimientos por USD 2.700 MM y la Argentina hoy no dispone de los dólares para hacer frente a ese pago. Podría como muestra de buena voluntad realizar un pago parcial utilizando aproximadamente unos USD 1.900 MM (utilizando cerca de USD 1.600 MM en concepto de DEGs y algo de reservas propias). El problema que surge aquí es que los tiempos se acortan: Argentina tiene hasta fines de junio para regularizar su situación y la reunión del fondo es recién el 7 de julio. Y aquí entramos en una referencia circular, si Argentina no paga lo vencido no podría acceder a nuevos desembolsos, pero estos -de ocurrir- serían después de la reunión del organismo.

En el frente político este sábado a media noche opera el plazo para la presentación de las candidaturas a las PASO; algo que el FMI viene monitoreando de cerca. Sobre todo el rol que podría llegar a tener el ministro Massa dentro de las mismas. Al momento han quedado bastante delineadas las candidaturas de Juntos por el Cambio, La Libertad Avanza, pero resta aún conocer el desenlace de la saga del Frente de Todos (rebautizado ahora como Unión por la Patria como una manera de desligar la marca FdT a la paupérrima situación macroeconómica y social que deja el gobierno actual (más allá de su impericia e ineficacia uno no debe dejar de incluir en la evaluación la inusitada sucesión de shocks externos a los que debió enfrentarse la actual administración: una pandemia, el conflicto entre Rusia y Ucrania que disparó los precios de la energía, una suba de tasas internacionales en tiempo récord y la peor sequía en 90 años).

Los mercados locales tanto de renta variable como de renta fija se van posicionando claramente con una mirada puesta ya en el recambio. El rally que vienen experimentando las acciones argentinas (el S&P Merval medido en términos de CCL y ajustado por inflación de EE.UU. cerró ayer a USD 845, el máximo de toda la gestión de Alberto Fernández y 60% por debajo de los máximos alcanzados durante el 2018, USD 2.152).

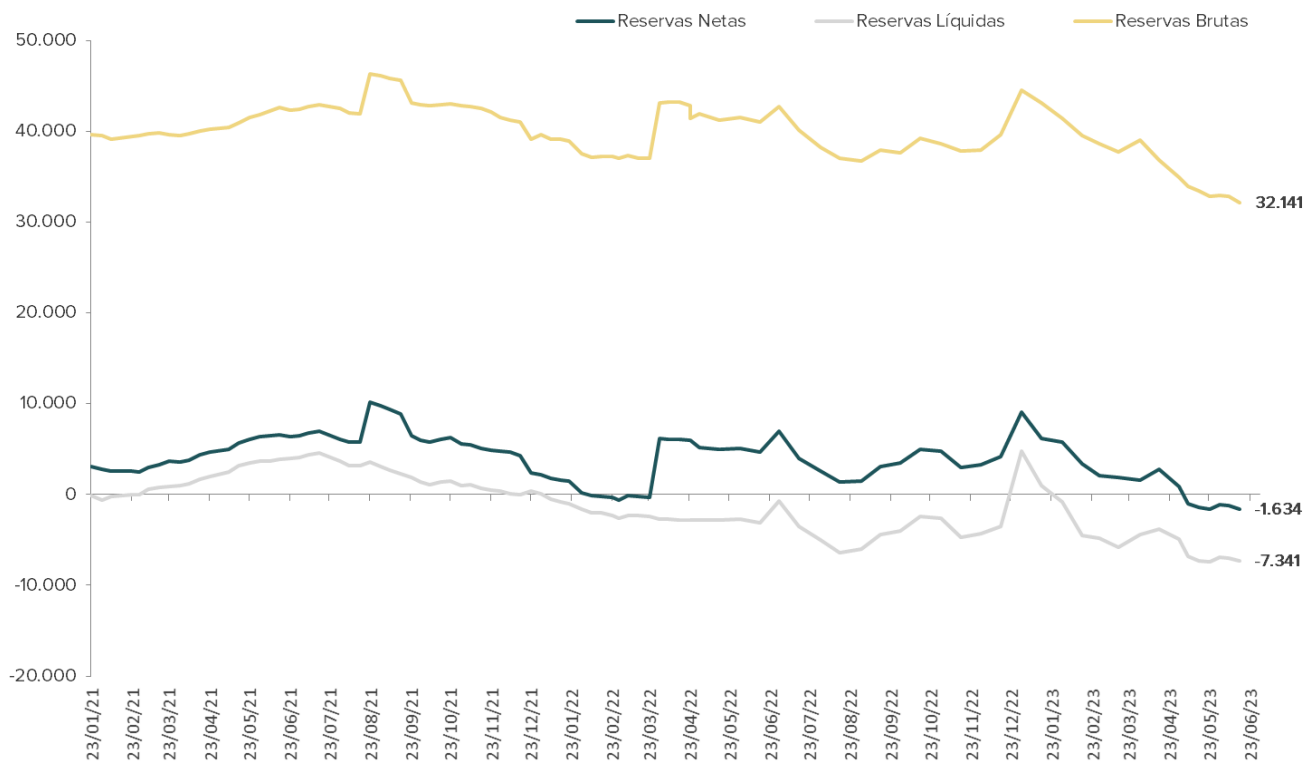
Por su parte los bonos soberanos (especialmente los bonares) también registraron una notable performance incrementándose casi un 5% durante la semana. Así el spread entre el AL30 y el GD30 se redujo durante la semana a un 22,7%, casi 700 bps (siendo su promedio histórico 11,5% y su máximo 31,5%)

ECONOMÍA

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

1. La situación de las reservas: Semana corta, pero no deja de ser complicada para el BCRA, que continuó con una importante pérdida de reservas a pesar de haber transcurrido únicamente tres ruedas desde el último Weekly, y se enfrentó a sustanciales pagos al FMI. Los últimos datos de la autoridad monetaria datan al 15 del mes corriente, con las reservas brutas ubicándose alrededor de USD 32.100 MM y las reservas netas continuando su camino por terreno negativo alrededor de USD -1.600 MM, aunque estos números podría suponerse se encuentran muy por debajo al día de la fecha teniendo en cuenta el pago de USD 2.700 MM al Fondo sin DEGs suficientes para enfrentarlo, el saldo negativo en USD 266 MM en el MULC y la tendencia de goteo de dólares que se viene dando desde inicios del año. A estas noticias preocupantes se le suma la publicación por parte del INDEC del informe sobre el intercambio comercial argentino, el cual no presentó resultados alentadores para el gobierno.

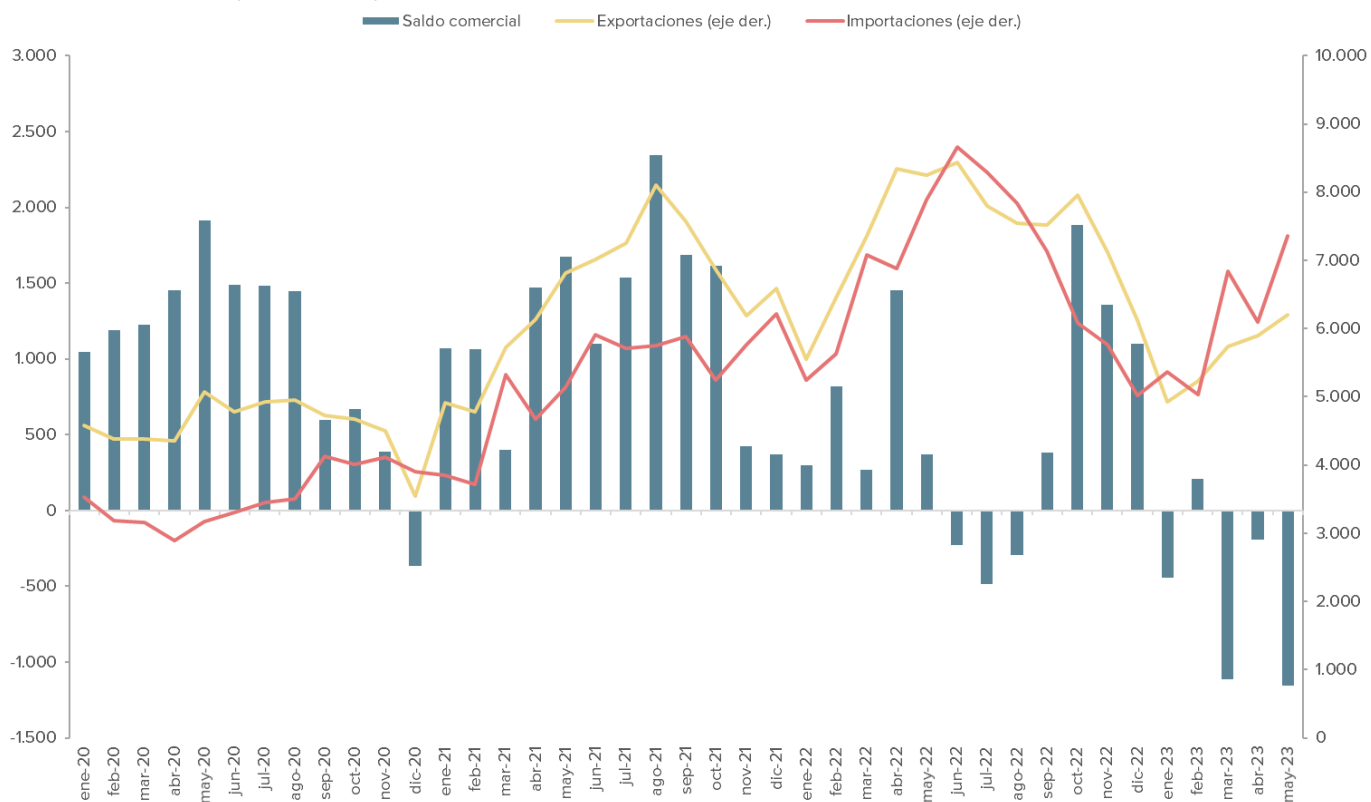
Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

En cuanto al informe publicado por INDEC, la balanza comercial reflejó un déficit de USD 1.154 MM en mayo, muy superior al de USD 193 MM alcanzado el mes previo, que deja al gobierno tomando una decisión sobre qué priorizar: actividad económica o reservas. Una intensificación del cepo importador restringiría la salida de reservas destinadas al pago de importaciones, aunque derivaría en escasez de insumos para la industria y golpearía el nivel de actividad económica. La otra posible medida, y por la que parece haber optado el gobierno, es acceder a la liberación de dólares para el pago de importaciones, manteniendo un flujo de insumos que sostenga la actividad económica pagando el costo de caída en las reservas por dichos pagos en moneda extranjera. Es en este contexto que se intenta incentivar la utilización de yuanes, con rumores de una posible medida que permita la liquidación de bonos en moneda china, en busca de un alivio a la salida de dólares en concepto de pago de importaciones (las provenientes del país asiático representaron un 17% del total en mayo) que libere las divisas para su utilización con otros fines, como intervención en los dólares financieros. Sin embargo, no hay que dejar de remarcar los costos del swap, con el BCRA tomando una posición deudora frente al Banco Popular de China que podría verse afectada frente a disrupciones en el mercado cambiario.

Balanza Comercial (2020-2023)



Fuente: IEB en base a INDEC

La intervención en los dólares financieros tampoco descansó a pesar de los niveles alarmantes de reservas netas y líquidas, y agravó las salidas de dólares de las arcas del BCRA. Por otra parte, se estima que en los últimos dos meses se produjo una caída de alrededor de USD 1.500 MM nominales en el stock de AL30 en cartera de la autoridad monetaria, o un tercio de lo que poseía a fines de abril. **El gobierno aún cuenta con poder de fuego para la venta de bonos contra pesos, aún así nos preguntamos: ¿cuánto tiempo podrán sostener la recompra de bonos en dólares con este nivel de reservas líquidas?**

2. Acuerdo con el FMI: Entre el día de ayer y hoy operan vencimientos con el organismo por USD 2.700 MM, mientras que Argentina solo cuenta con USD 1.600 MM de DEG's para hacer frente a esta obligación. Según trascendidos periodísticos el país realizaría el lunes un desembolso por alrededor de USD 1.900 MM como muestra de voluntad de pago, que además de los DEGs mencionados incluiría reservas propias. Cabe mencionar que no existe ningún periodo de gracia para este vencimiento, por lo que el país debería girar el total del vencimiento antes de finalizar el mes para no incurrir en un incumplimiento con el organismo.

Uno de los puntos sobre los que girarían las negociaciones con el staff del organismo estarían relacionados al porcentaje de las reservas que podrían usar las autoridades económicas para intervenir los dólares financieros. Por otra parte, sin bien no se conoce nada al respecto, podría esperarse por parte del FMI algún pedido de modificar la política cambiaria aumentando el ritmo del crawling de forma que le permita mejorar la competitividad y estimular así la acumulación de reservas, dado el continuo drenaje de divisas que experimenta la autoridad monetaria luego de finalizar el periodo del tipo de cambio preferencial para el sector sojero. Otro aspecto a tratar sería la modificación de las metas, que todo apunta a que serán incumplidas en su totalidad en este primer semestre, si el Tesoro no devuelve los adelantos transitorios al BCRA antes de junio y si no se redujo el déficit fiscal sustancialmente en los meses de mayo y junio.

BONOS SOBERANOS

Sin que existan fundamentos desde la macro, ya que las reservas siguen cayendo desde la finalización del dólar soja y los desbalances monetarios se agudizan, los bonos soberanos vuelven a tener un rally alcista esta semana que alcanzan una suba promedio de 6% y acumulan un recuperó en las paridades de alrededor del 17% en lo que va del mes. Los factores detrás de esta suba parecen ser exclusivamente locales dado que el EMB no mostró variaciones significativas, lateralizando en torno a los USD 86.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



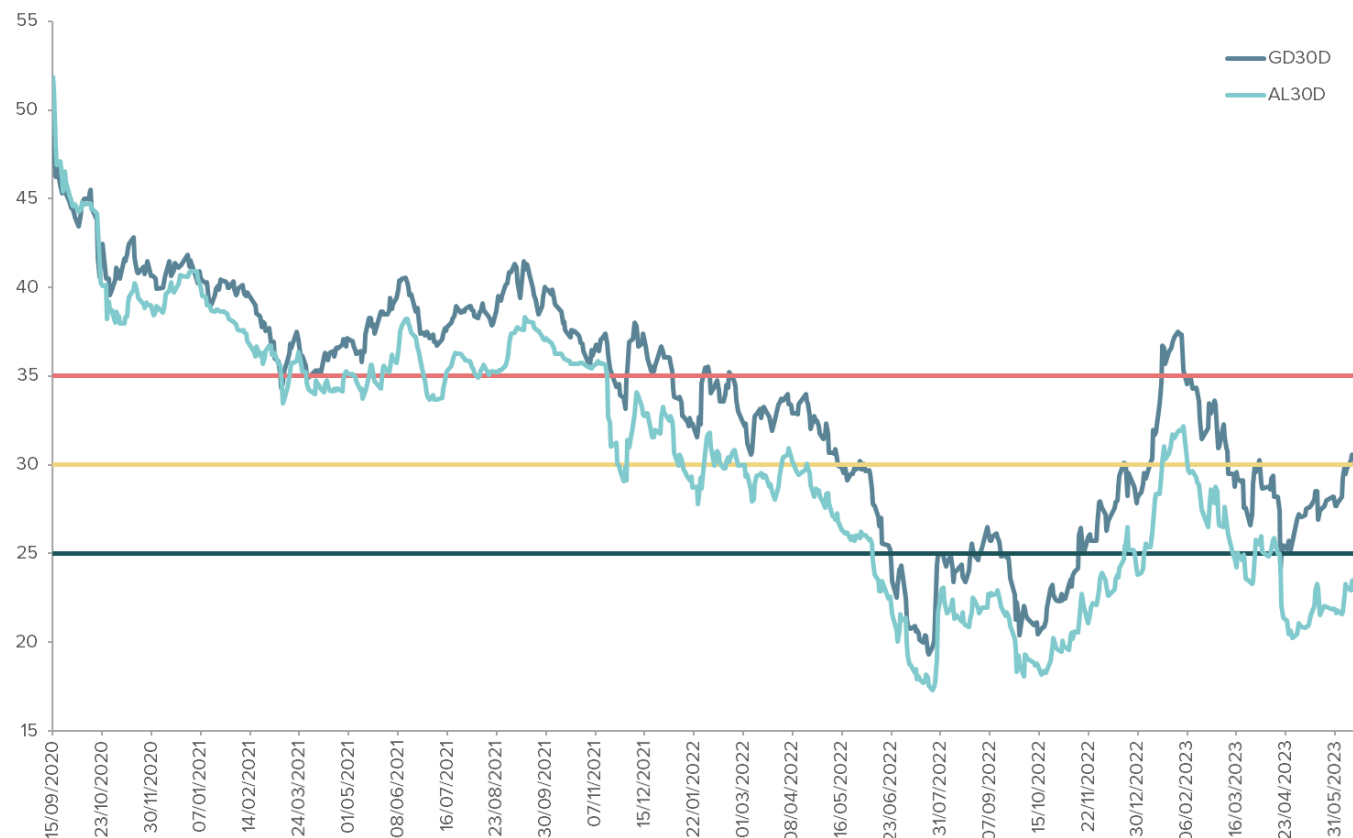
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Los inversores parecen adelantarse a un recambio de gobierno, con los resultados de las elecciones provinciales que si bien son una muestra acotada del total del padrón electoral -aproximadamente representan un 20% del padrón nacional- habrían entusiasmado al mercado, siendo esto uno de los drivers detrás de esta suba acelerada que venimos viendo en las últimas semanas tanto en los bonos soberanos como en el mercado de equity argentino.

Por otra parte, también se venía observando un atraso significativo en la evolución de la deuda soberana con respecto al mercado accionario, que si bien no se corrigió con esta suba, al menos los bonos soberanos acompañan el buen desempeño del equity argentino evitando de esta forma acumular un desequilibrio aún mayor.

Cabe mencionar la fuerte suba de 13% que experimentó el AL30 esta semana operando con una paridad en torno al 26,5%, mientras que su par con legislación extranjera mostró un avance de solo 6%, lo que generó una reducción en el spread que se situaba en niveles inusitados de 30%. A pesar de esta compresión, el spread actual de 22% aún luce elevado si lo comparamos con el promedio histórico de 11%.

AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value

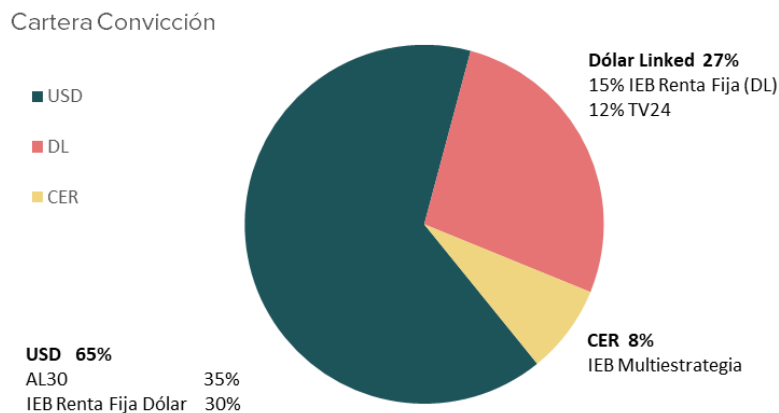


Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por delante tenemos factores que pueden generar cierta volatilidad, como son los vencimientos con el FMI que operaron entre hoy y ayer, que totalizan USD 2.700 MM, con los cuales Argentina no cuenta. Aún no se conoce cómo se resolverá esta situación, dado que tiene tiempo hasta finales de mes para regularizar su situación antes de que esté incurriendo en un incumplimiento con el organismo, impidiendo esto que se obtenga nuevo financiamiento sin antes cancelar la deuda vencida. Por otra parte, el sábado a la medianoche opera el plazo para presentar las candidaturas para las PASO, momento donde se conocerá con certeza quienes competirán en las elecciones primarias del mes de agosto.

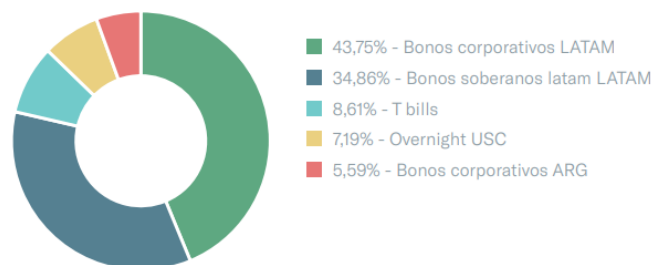
CARTERA RENTA FIJA

A solo dos días de la presentación de candidaturas para las elecciones PASO, la situación macroeconómica continúa deteriorándose. **Sin embargo, con un incremento del nivel general de precios menor al esperado para el mes de mayo y los FXs financieros relativamente estables, la decisión de hacer tasa con instrumentos en pesos, especialmente aquellos que ajustan por dólar linked, fue acertada.** En retrospectiva al Weekly anterior, la cartera había quedado conformada por un 65% de instrumentos en dólares y un 35% de instrumentos en pesos.



Para los activos en dólares habíamos optado por destinar un 35% al bono soberano AL30, el cual tuvo un excelente desempeño marcando una suba del 9,86%, al cierre del día de ayer. Suba que lo llevó a encontrarse por arriba de los valores de recupero más agresivos (USD 25) y disminuir el alto spread que mostraba frente a su contraparte Ley NY (Ver sección "Bonos Soberanos"). No obstante, el 30% restante asignado al Fondo IEB Renta Fija Dólar también aportó positivamente al resultado general de la cartera en un 0,5%. Es así como el rendimiento de los activos en dólares aportó en un 5,54% al rendimiento total de la cartera Convicción, medido al cierre del día de ayer.

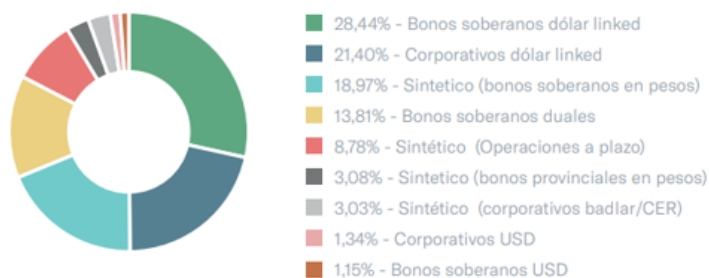
▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Los activos en pesos también tuvieron una performance positiva, impulsado principalmente en un 2,85% por el instrumento dólar linked TV24, al cual asignamos un 12%, permitiéndonos capturar el aumento circunstancial en el ritmo de devaluación del Banco Central. Por su parte, lo asignado al Fondo IEB Multiestrategia permitió capturar una variación del 2,44%, seguido de un 1,84% en el Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked). De esta forma, los activos en pesos sumaron un 2,33% en el rendimiento general de la cartera.

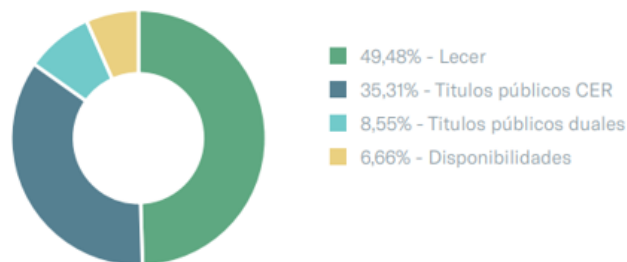
Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked)

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Fondo IEB Multiestrategia (CER)

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



El rendimiento integral de la cartera fue positivo en un 4,42% en pesos, sin embargo, el dólar contado con liquidación - tomando en cuenta el promedio de los principales ADRs - mostró una variación del 2,35% durante el mismo periodo, lo que explica un rendimiento final de la cartera de 2,02% medida en dólares.

Cartera Convicción	Moneda	%	% Instrumento	Rdto	Precio 09-Jun	Precio 21-Jun	Rdo x Moneda	Rdo Total
	USD	65%	35,0% AL30 30,0% IEB Renta Fija Dólar	9,86% 0,50%	10.954 1,004	12.035 1,011	5,54%	
ARS	35%	15,0% IEB Renta Fija (DL) 12,0% TV24 8,0% IEB Multiestrategia	1,84% 2,87% 2,44%	20,31 25.675 13,42	20,69 26.411 13,74	2,33%		

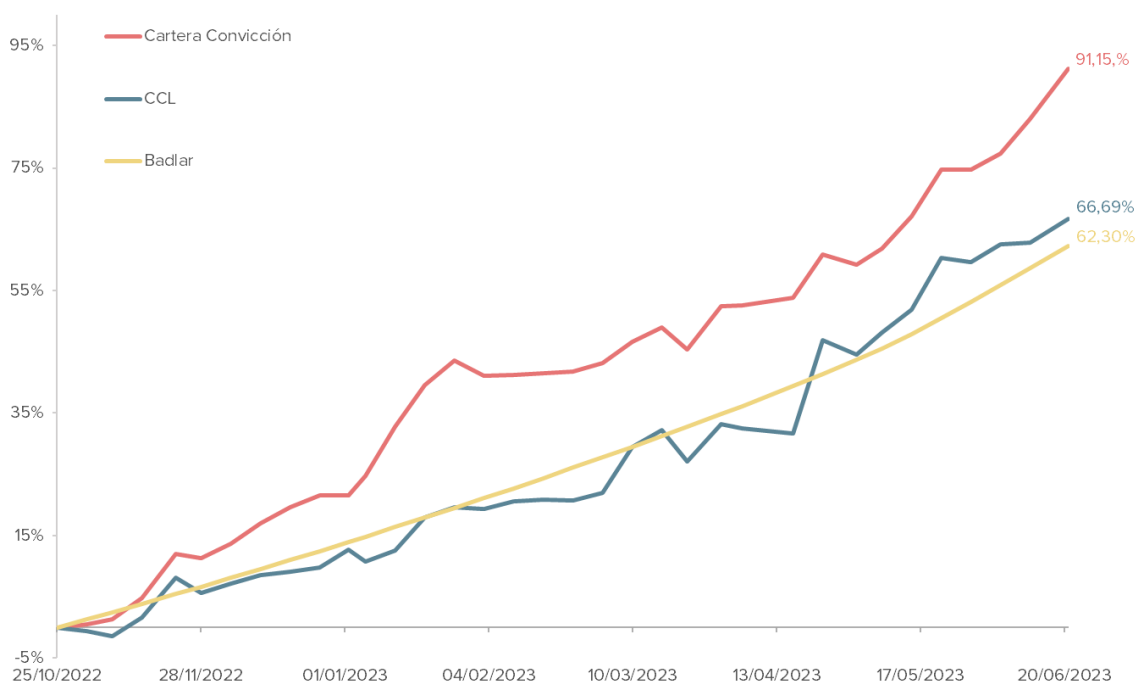
La duration de la cartera, al cierre del día de ayer, es de 1,66, siendo 0,75 la duration para los instrumentos en pesos y 2,15 para los instrumentos en dólares.

Moneda	%	% Instrumento	Duration	Duration por moneda	Duration Total
USD	65%	35,0% AL30 30,0% IEB Renta Fija Dólar	2,91 1,25	2,15	1,66
ARS	35%	15,0% IEB Renta Fija (DL) 12,0% TV24 8,0% IEB Multiestrategia	0,93 0,89 0,19	0,75	

En el mes de junio, la cartera que presentamos semana a semana lleva acumulado un rendimiento del 9,39%, y 91,15% si se tiene en cuenta desde el inicio de la cartera en noviembre del 2022. Rendimiento que se muestra muy superior comparado con sus benchmarks, los cuales rindieron 5,97% (tasa Badlar) y 4,45% (Dólar CCL) durante 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%	9,39%
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	6,55%	6,60%	5,97%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	8,59%	10,37%	4,45%

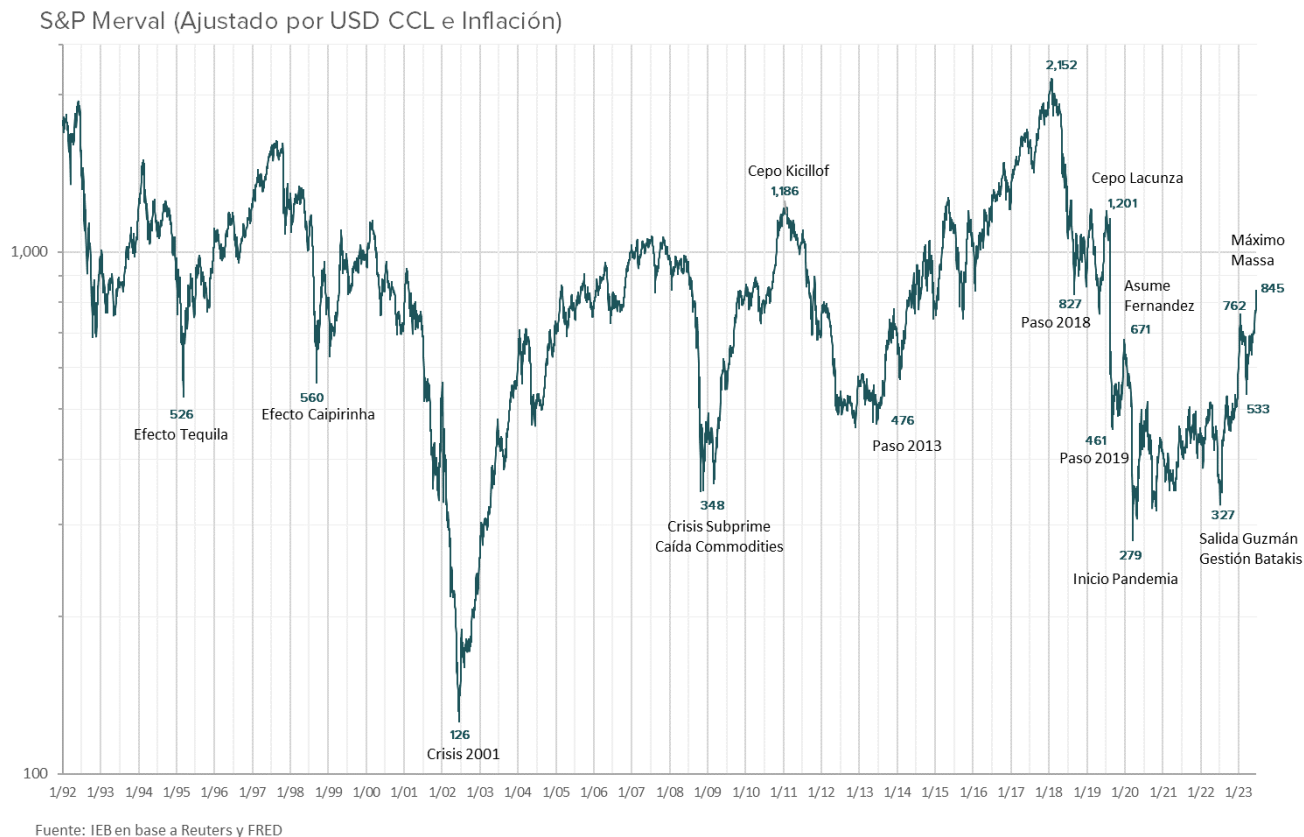
Rendimiento de la cartera



EQUITY ARGENTINO

El rally experimentado por las acciones argentinas continuó durante la semana propulsado especialmente por el sector financiero y Telecom Argentina; aunque no fue mala la performance del sector energético, cuyas acciones siguen tocando nuevos máximos. **Así, al día de ayer el S&P Merval medido en términos de CCL y ajustado por inflación de EE.UU. cerró en USD 845 el máximo de toda la gestión Fernández, pero aún un 60% por debajo del máximo alcanzado de USD 2.152 en 2018.** Claramente ya el mercado comienza a mirar el recambio y posicionarse en activos: los sectores más beneficiados fueron aquellos que se encontraban más retrasados con respecto al índice: el sector financiero, Telecom Argentina.

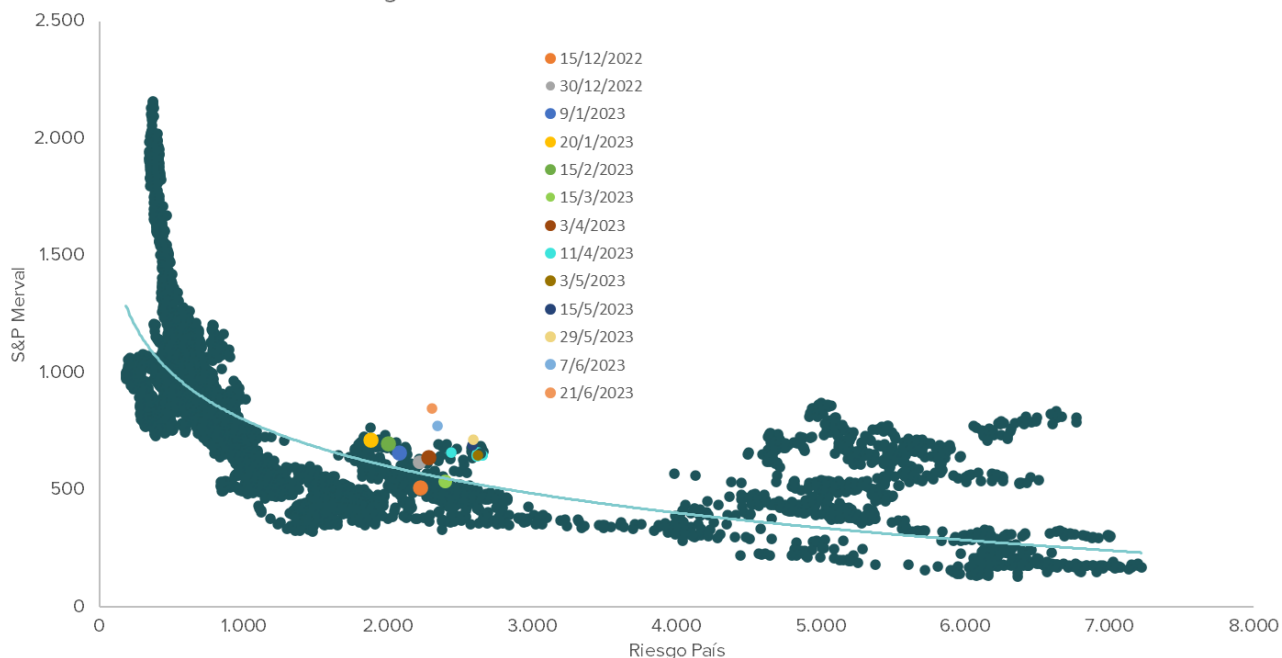
No obstante, el sector energético continuó marcando nuevos máximos mostrándose altamente defensivo y factorizando el potencial de crecimiento que puede brindar Vaca Muerta y Palermo Aike. Dada la poca profundidad del mercado de renta variable argentino el ingreso de fondos en volúmenes superiores al promedio hace que el mercado ajuste por precio.



Así el “mispricing” que muestra el S&P Merval frente al nivel de riesgo país observado no deja de desviarse. Esto, en nuestra opinión, se debe claramente a un posicionamiento de inversores en el mercado de renta variable al que perciben -con justificación- con menor riesgo que la deuda soberana. **No es casual que este rally se dé en un momento en el que las reservas flaquean, los vencimientos con el FMI ya operaron y el 9 de julio se debe hacer frente al pago de los servicios de la deuda soberana -unos USD 1.000 MM aproximadamente.**

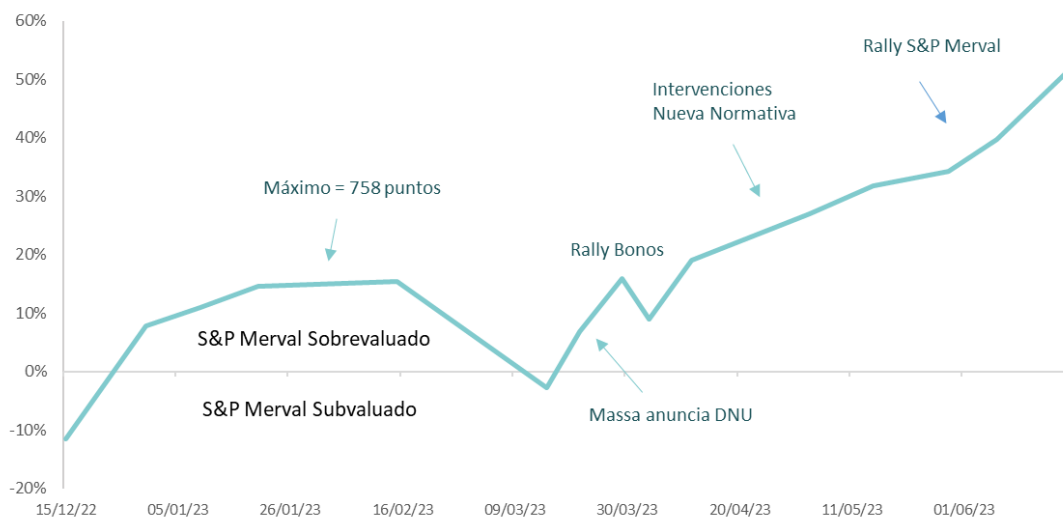
Como espejo de lo que ocurre en el mercado de equity argentino puede utilizarse la comparación entre paridades de los bonos soberanos y los corporativos. **El mercado percibe que el sector privado posee un nivel de “riesgo país” menor al que presenta Argentina como estado soberano (cuestión que da para un largo debate).**

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Esto queda evidenciado en nuestro gráfico inferior, en el que analizamos que tan desviados se encuentran diferentes cierres del S&P Merval contra la línea de tendencia del modelo de regresión. **Claramente se observa como hay un desacople de riesgos: el “riesgo país” privado y el “riesgo país” soberano.**

Desvío S&P Merval contra Correlación



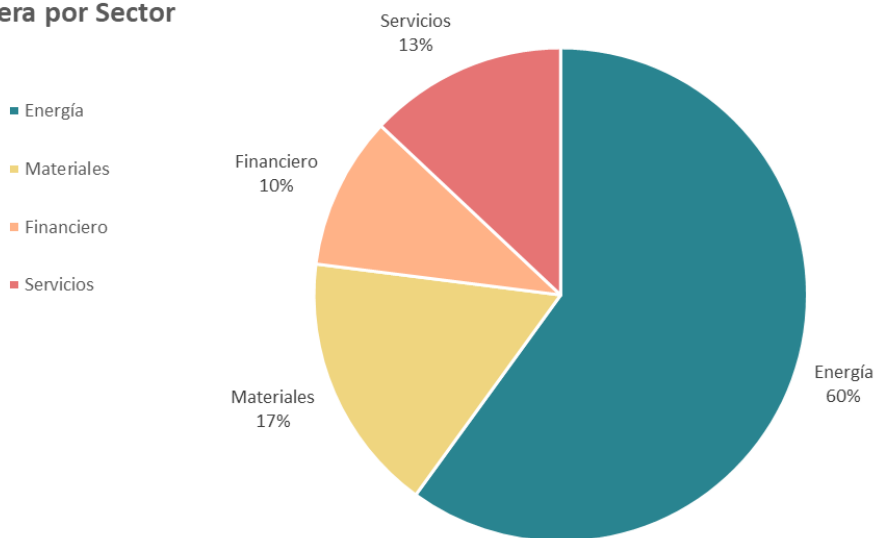
Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Nuestra cartera de acciones argentinas, cuyo último rebalanceo fue el 4 de mayo y en el que decidimos incrementar la ponderación al sector financiero quedó conformada de la siguiente:

	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%
ALUA	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%	-	-

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

Cartera por Sector



La performance de nuestra cartera en pesos, viene superando a nuestro benchmark el S&P Merval, **281% vs 237%** desde el inicio de la misma el 30/07/22. Con la adición de VIST la performance fue aún mejor rindiendo, para el mismo período un **294%**.

Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval (28/07/22 - 21/06/2023)



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 SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista Jr.

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.