

29 de junio de 2023

Argentina Weekly

Al fondo, a la derecha...

La elección de Massa-Rossi como fórmula presidencial de Unión por la Patria (nuevo ropaje del Frente de Todos) desencadena efectos que vale la pena analizar: Por un lado los cuatro precandidatos de los tres partidos con mayor intención de votos (UxP, JxC y LLA) se ubican en un espectro político que podría definirse como de centro, centro-derecha y derecha. Es decir, la irrupción del fenómeno Milei ha terminado por correr por derecha hasta al mismo kirchnerismo no dejándole otra opción que resignar la candidatura de cualquier representante de dicho espacio y ungir a Massa como el elegido. Claro que esto no es gratis, CFK habrá “perdido” la batalla por la presidencia pero conquistó las listas de diputados y senadores de la PBA. En ese contexto, si bien creemos que a corto plazo la elección de Massa trae calma al mercado por su relación con el FMI y porque potencialmente asegura una transición un poco más ordenada, para quien sea que gobierne en el próximo mandato habrá un bloque de diputados y senadores del núcleo duro del kirchnerismo listo para oponerse a cualquier reforma o intento de cambio que pueda intentar quien resulte electo. El otro efecto interesante es que previamente a dicha fórmula, Milei tenía el potencial de ser el precandidato más votado (recordemos que JxC va a internas); con la aparición de Massa como unificador del peronismo no sería de extrañar que sea él quien más votos coseche. Esto, claramente plantea un relativo “triumfo” del oficialismo que se veía quedando fuera de un potencial balotaje mientras que ahora el escenario más probable es que el mismo termine dirimiendo entre UxP y JxC.

Frente al FMI también esto resulta en una noticia positiva, el fondo se siente relativamente cómodo con Massa como interlocutor de un gobierno en el cual no encontraba alguien con el apoyo político y la estrategia como para coordinar políticas. En ese sentido, es cuestión de horas (tal vez días) que las negociaciones con el fondo terminen de definirse. Los rumores y especulaciones sobre el contenido del potencial acuerdo son muchos pero todo parece apuntar a un entendimiento en dos partes: un primer acuerdo por seis meses en el que el fondo le otorgaría a la Argentina los fondos y la flexibilidad para no incumplir con dicho organismo y luego de este un segundo acuerdo, más profundo y con miras a lograr una solución sustentable y de largo plazo con quien resulte electo. Los detalles no se conocen pero sabemos que el fondo adelantaría reembolsos pero, aún cerrando el acuerdo en estos días puede llevar 15 a 20 días hasta la aprobación del mismo por parte del directorio lo cual se traduce en un escenario en el que la Argentina termine pagando los USD 2.700 MM (cuyo último día de pago es mañana) que vencieron

(podría ser con una combinación de DEGs y Yuanes) e, incluso, que utilice reservas para pagar los servicios de la deuda que operan el 9 de julio, casi USD 1.000 MM. Esto llevaría las reservas netas “temporalmente” y hasta que se realice el desembolso a un terreno negativo: USD -6.000 MM. **El manejo de las reservas y su nivel nos llevan a pensar que está casi descontada la implementación de un “Dólar Soja IV”, el segundo semestre es estacionalmente deficitario en dicha materia y la autoridad monetaria debe generar divisas para no deteriorar aún más la “foto”.**

Finalmente parece haber consenso entre las fuerzas políticas sobre la inviabilidad de quitar el cepo el día cero. De esta manera, imaginamos que el plan de estabilización implicará un lento sendero hacia una unificación cambiaria, una recomposición de reservas y luego evaluar una liberación del mercado cambiario. De más difícil resolución es el combo deuda del Tesoro Nacional y Pasivos Remunerados, una solución compulsiva (algo similar a un plan Bonex) podría destrozar la transaccabilidad de la economía. La deuda del Tesoro Nacional podría llegar a tener una resolución voluntaria dado que el 70% se encuentra en manos públicas y otorgando un instrumento a largo plazo con un VPN algo superior quedaría un remanente en manos privadas que, incluso algunas compañías de seguros y bancos, podrían aceptar. El gran desafío será la resolución de la bola de nieve que generan los pasivos remunerados.

ECONOMÍA

Brevemente los temas relevantes de la semana fueron: la situación de las reservas y el acuerdo con el FMI, Dólar y Licitación del Tesoro.

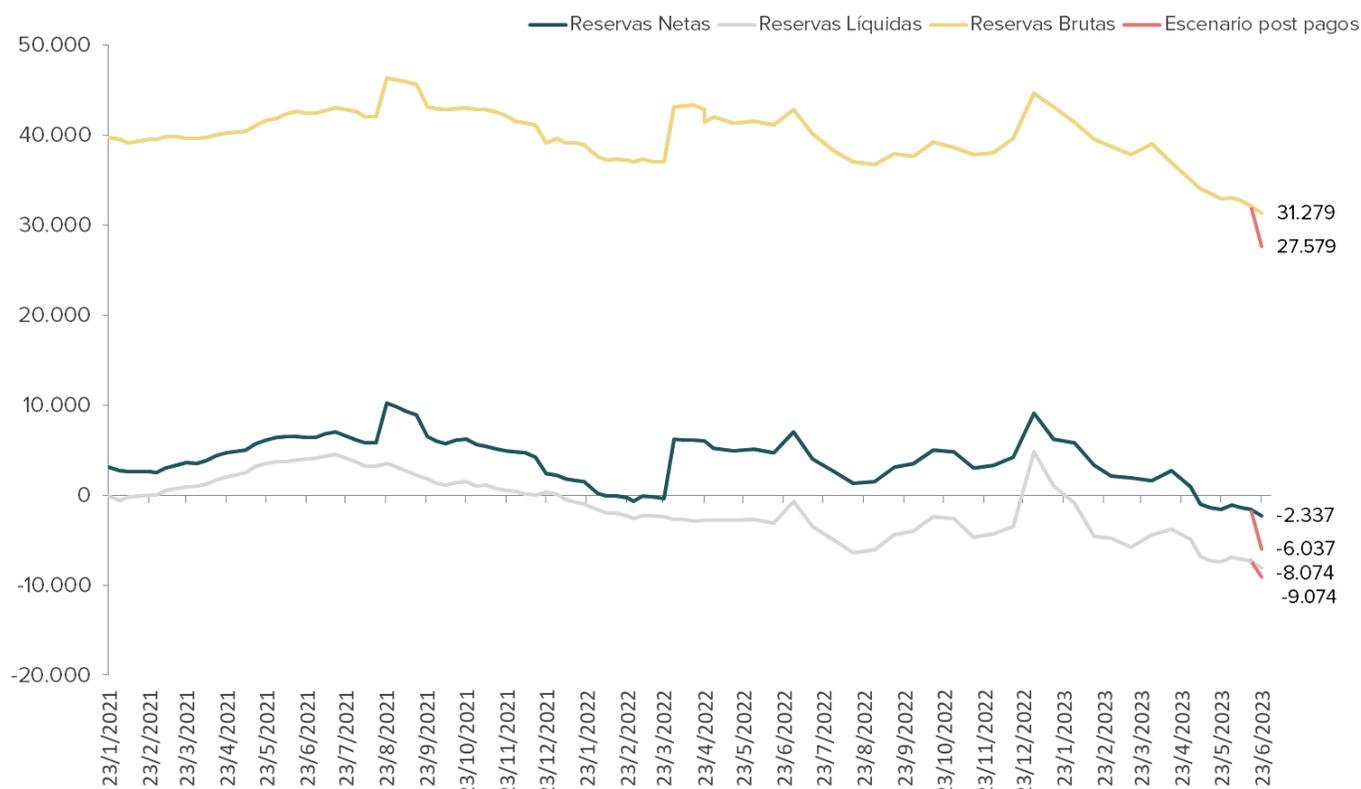
1. La situación de las reservas y acuerdo con el FMI: El goteo de reservas continúa sin dar respiro en junio, con el BCRA acumulando un saldo en el MULC en la última semana de USD -223 MM, a pesar de haber logrado cerrar algunas ruedas con saldos compradores. Con fecha al 23 del mes corriente, las reservas brutas se ubicaban en torno a USD 31.000 MM, lo cual a su vez significó un preocupante nivel de reservas netas negativo, alrededor de USD -2.500 MM, que inquieta a las autoridades monetarias, quienes no encuentran la forma de atraer los dólares necesarios para mejorar su balance ni de evitar que las divisas se le escapen. La deteriorada situación de las reservas empuja al gobierno a salir en busca de medidas que sirvan como maquillaje para el balance, más aún teniendo en cuenta los dos compromisos a los que tiene que hacer frente en los próximos días. El adelanto de los desembolsos serviría para brindar cierta noción de estabilidad y le permitiría al gobierno llegar sin grandes turbulencias a las elecciones o, al menos, las PASO.

El pago de los vencimientos con el FMI correspondientes a la semana pasada -los cuales el BCRA no alcanzaba a cubrir con los DEGs en cartera- generaba un gran interrogante con respecto al futuro de las reservas internacionales. Finalmente la saga concluyó con final “feliz”, encarando el pago de USD 2.700 MM en parte con el equivalente a USD 1.700 MM en DEGs, y abonando los USD 1.000 MM restantes con

Yuanes correspondientes al swap con el Banco Popular de China, evitando así una dura salida de dólares. Sin embargo, las reservas continuarán reflejando esta caída, dado que estas tienen en cuenta el valor en dólares de los activos que el BCRA utilizará para el pago, dejando a las reservas netas en un nivel cercano a USD -5.000 MM.

Ya con la mirada puesta en la fecha de pago de cupones de los bonos soberanos -alrededor de USD 1.000 MM- la interrogante sobre qué se utilizará para afrontar esos pagos persiste, existiendo la posibilidad de que el gobierno se vea forzado a desprenderse de dólares propios, golpeando aún más las reservas y generando aún más incertidumbre sobre el futuro de las políticas a implementar para remediar este goteo persistente de reservas.

Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

De todos modos, ese nivel crítico de reservas podría ser temporal dada la posibilidad de un nuevo acuerdo con el FMI que permita adelantar desembolsos. Aunque los tiempos de aprobación de dicho acuerdo -el cual parecería ya estar cerrado- no son suficientes para ocultar las consecuencias del pago al organismo, al menos hasta que los fondos efectivamente ingresen a las arcas del central, sí permitirán dar cierto respiro al gobierno, que contará con una foto del balance del BCRA más agradable a la vista. Si bien las probabilidades de alcanzar el acuerdo con el organismo son muy altas, las dudas giran alrededor de cuáles serán las exigencias que impondrá el FMI, que seguramente apunten a acelerar el ritmo de devaluación del

tipo de cambio para mantener la competitividad de la economía evitando que el mismo se atrase, mientras que desde el lado argentino se intentará conseguir que un porcentaje de los fondos que se reciban puedan ser utilizados para continuar interviniendo los dólares financieros, buscando mantener estable la brecha cambiaria. Se especula con que el acuerdo fijaría las condiciones para los próximos seis meses pudiendo sufrir alteraciones o volver a negociarse al finalizar el mandato de Alberto Fernández.

Dada la situación crítica de las reservas internacionales, una de las posibilidades que observamos es que el gobierno gire su atención nuevamente al agro, específicamente a la soja. Una reducción de las retenciones parece algo casi imposible a esta altura por el impacto fiscal que podría resultar de tal medida; sin embargo, la reaparición de un tipo de cambio diferencial que funcione como incentivo a la liquidación de soja suena como una alternativa atractiva para fomentar el ingreso de divisas, aunque ésta venga acompañada de emisión, consecuencia a la cual el gobierno ha demostrado no temerle. La posibilidad de aplicación de una medida al estilo “Dólar Soja” cobra aún más fuerza teniendo en cuenta el histórico de intervenciones en el MULC -el segundo semestre suele venir acompañada de importantes ventas en el MULC- y la necesidad de estabilizar la situación para llegar con fuerzas a las elecciones.

2. Dólar: Finalmente, tras varias semanas de inactividad en el frente cambiario, llegaron ruedas con un alto nivel de volatilidad: previo al fin de semana largo el CCL medido a través de ADRs y acciones locales se encontraba estable en torno a \$500, al cierre de la semana pasada marcó un récord de \$518 para finalmente en el día de hoy regresar a un nivel muy por debajo y posicionarse en \$503. A pesar de estos movimientos erráticos, la brecha cambiaria se vio reducida al 96%, incluso por debajo del promedio de la gestión Massa. Esta impredecibilidad de los FX financieros no resulta tan impredecible si se tiene en cuenta lo sucedido durante la semana: al final de la misma se debían abonar los vencimientos con el FMI, lo cual implicaba una caída importante en las reservas internacionales y se traducía en presión cambiaria, y el anuncio de la candidatura de Sergio Massa el domingo, la cual podría considerarse un signo positivo dada la posibilidad de un nuevo acuerdo con el FMI.

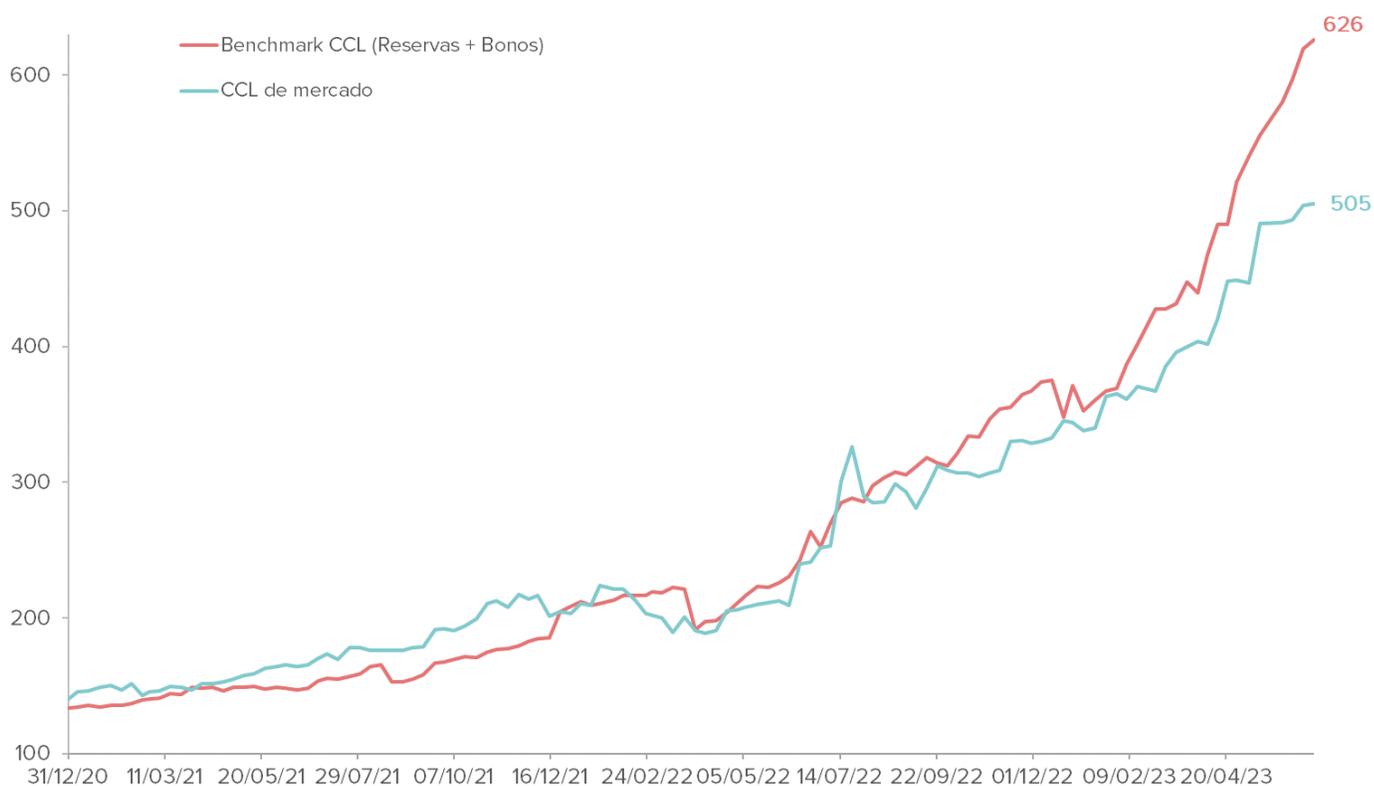
Balance Sintético del BCRA

	31/12/2021	31/12/2022	31/1/2023	28/2/2023	31/3/2023	30/4/2023	31/5/2023	7/6/2023	15/6/2023	23/6/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	41.298	41.417	38.709	39.060	35.001	33.001	32.725	32.141	31.279
2. Bonos - USD MM	7.924	6.720	9.116	8.395	7.534	6.517	7.069	7.231	7.529	8.109
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.019	50.533	47.104	46.594	41.519	40.070	39.956	39.670	39.388
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	8.149.480	8.255.033	8.372.728
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	15.683.652	16.312.959	16.287.000
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	209	371	369	412	432	521	580	596	619	626
7. CCL	203	344	365	367	406	443	491	493	504	505

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

Al utilizar los últimos datos del BCRA datados al 23 de junio, el benchmark CCL se ubicó en \$626, una suba no tan sustancial si se la compara con escaladas anteriores pero que no deja de ser alarmante, más aún teniendo en cuenta el desvío con el CCL de mercado, el cual se encontró en torno al 24%. En este caso el incremento se dio principalmente como resultado de una notable caída en las reservas con bonos -la cual podría haber resultado aún peor de no haber sido por las recientes subas de los soberanos- con un mínimo incremento en los pasivos monetarios. Si descontamos el pago de vencimientos al FMI que se realizaría mañana de las reservas, el dato resulta aún más alarmante, con el benchmark alcanzando \$657 y dando cuenta de un balance insostenible en el tiempo, con reservas en constante caída y pasivos multiplicándose.

CCL y Benchmark del CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

Con respecto al tipo de cambio oficial, vemos que esta semana la autoridad monetaria vuelve a acelerar levemente el ritmo de devaluación alcanzando una tasa efectiva mensual de casi 7% si tomamos las últimas cinco ruedas, equivalente a una tasa efectiva anual de 125%, tras una desaceleración luego del alto nivel alcanzado a comienzos del mes de junio, cuando había llegado a viajar a una TEM de 8,6%. Las expectativas de devaluación hasta antes de las PASO parecen haber disminuido con la candidatura de Massa, aumentando la demanda por bonos DL con vencimientos luego de las elecciones de octubre. Lo mismo se refleja en la curva de dólar futuro, dado que los contratos con vencimientos desde diciembre en adelante fueron los que mostraron mayores desplazamientos hacia arriba en su precio.

Crawling Peg - TEM tomando últimas 5 ruedas

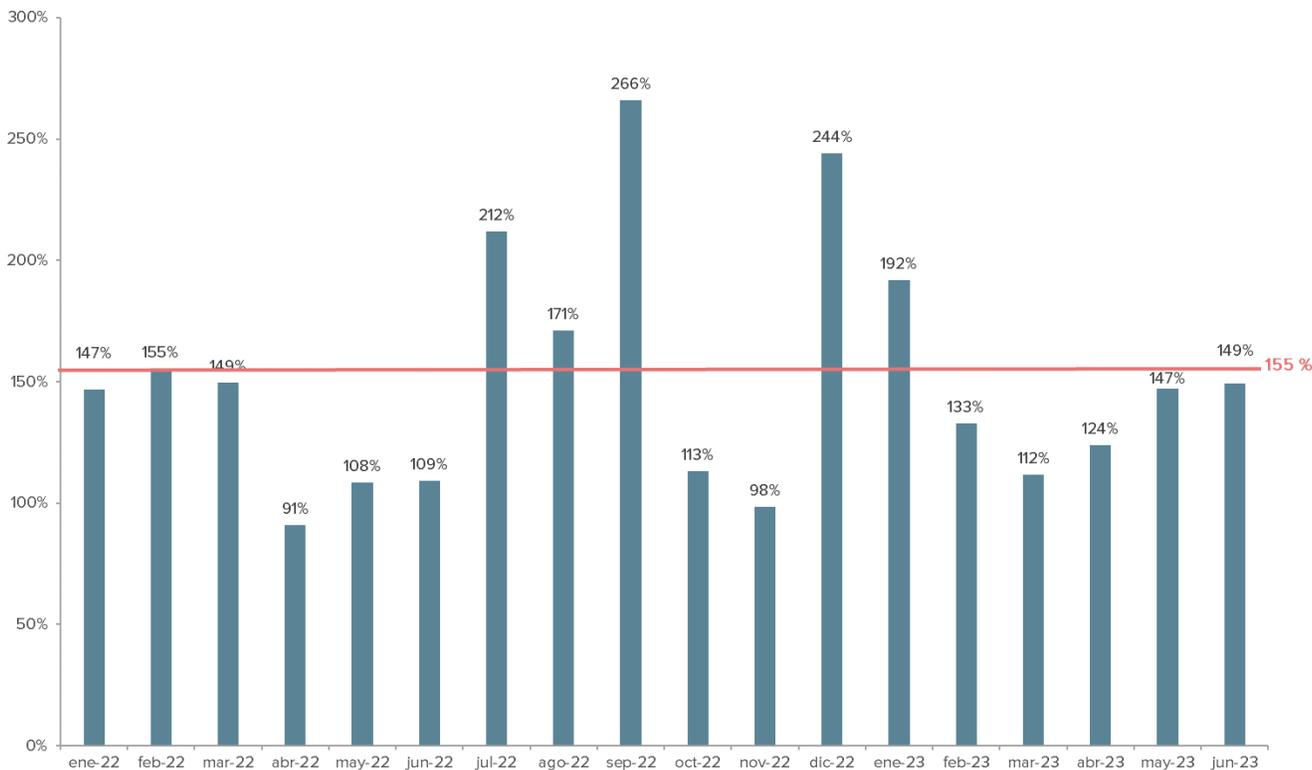


3. Licitación del Tesoro: En una semana en la cual el Tesoro debía renovar vencimientos por \$ 739.000 MM correspondientes al dual junio (TDJ23) y la lede junio (S30J3), se llevó a cabo la licitación donde se ofrecieron los siguientes instrumentos: lecer octubre (X18O3), lecer noviembre (X23N3), Boncer a abril 2024 (T3X4), Boncer a febrero 2025 (T2X5), Bono DL a abril (TV24) y Bono DL a septiembre (T2V4). El Tesoro logró un financiamiento neto positivo por \$134.000 MM logrando así una tasa de rollover durante el mes de junio de 149%. En esta ocasión no se informó cuál fue la participación que tuvo el sector privado. Casi un 44% del monto adjudicado se dirigió a los instrumentos Dólar Linked, mientras que entre los instrumentos que ajustan por CER cerca de 38% del total fue a los instrumentos más cortos con vencimientos en octubre y noviembre de este año.

Aún resta conocer el resultado de la segunda vuelta que se lleva a cabo en el día de hoy, pero con este resultado el gobierno logró recaudar en el mes alrededor de \$575.000 MM por encima de los vencimientos. Por otro lado, cabe señalar que los instrumentos a tasa fija cada vez tienen menor preponderancia dentro de la deuda en pesos, con un mercado exigiendo hace ya un buen tiempo solo activos indexados, ya sea por CER o por el tipo de cambio oficial, siendo esto un desafío más con el que tendrá que lidiar el próximo gobierno, a pesar de que como mencionamos, aproximadamente un 70% de

estos títulos están en mano de organismos públicos lo que facilita en cierta medida la implementación de un canje si se ofrecen condiciones relativamente favorables.

Tasa de Rollover



Fuente: IEB en base a MECON

BONOS SOBERANOS

Tras conocerse la oferta electoral de cara a las PASO a últimas horas de la semana pasada, que tuvo como principal novedad la candidatura de Sergio Massa dentro del espacio de UxP, y a horas o días de conocerse el acuerdo con el FMI que definirá la hoja de ruta hasta el recambio de gobierno, la deuda soberana argentina vuelve a tener otra buena semana con subas promedios de 5% en dólares. Con la deuda emergente manteniendo una tendencia levemente alcista, los bonos argentinos están por cerrar el mes de junio con recuperos en las paridades en torno al 25%. Mientras que siendo Massa el precandidato del oficialismo el mercado puede estar viendo una transición más ordenada dada su buena relación con el FMI que le permita recibir el adelanto de fondos y la flexibilidad necesaria para transitar sin sobresaltos lo que resta de este gobierno, mientras que por otro lado esta nueva fórmula presidencial avalada por todos los sectores que componen UxP, significó un corrimiento a la derecha en el espectro ideológico de la oferta electoral.

Los drivers desde la macro siguen sin aparecer, evidenciándose una continua acumulación de desbalances monetarios, con los pasivos remunerados creciendo aceleradamente, mientras que desde que finalizó el dólar soja, el BCRA vuelve a tomar una posición vendedora en el mercado de cambios oficial y se vuelve a observar un drenaje de reservas por esta vía. Es por esto que el rally de los bonos soberanos de la última semana se puede atribuir exclusivamente al trade electoral, con los inversores ya pensando en el próximo gobierno. Por otro lado, los resultados de las elecciones provinciales celebradas hasta el momento -que representan alrededor de 25% del padrón nacional- pueden haberse leído de forma positiva por el mercado puesto que muestran a JxC un poco más fuerte de lo que se esperaba, mientras que los candidatos en las provincias respaldados por Milei no cumplieron con las expectativas.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



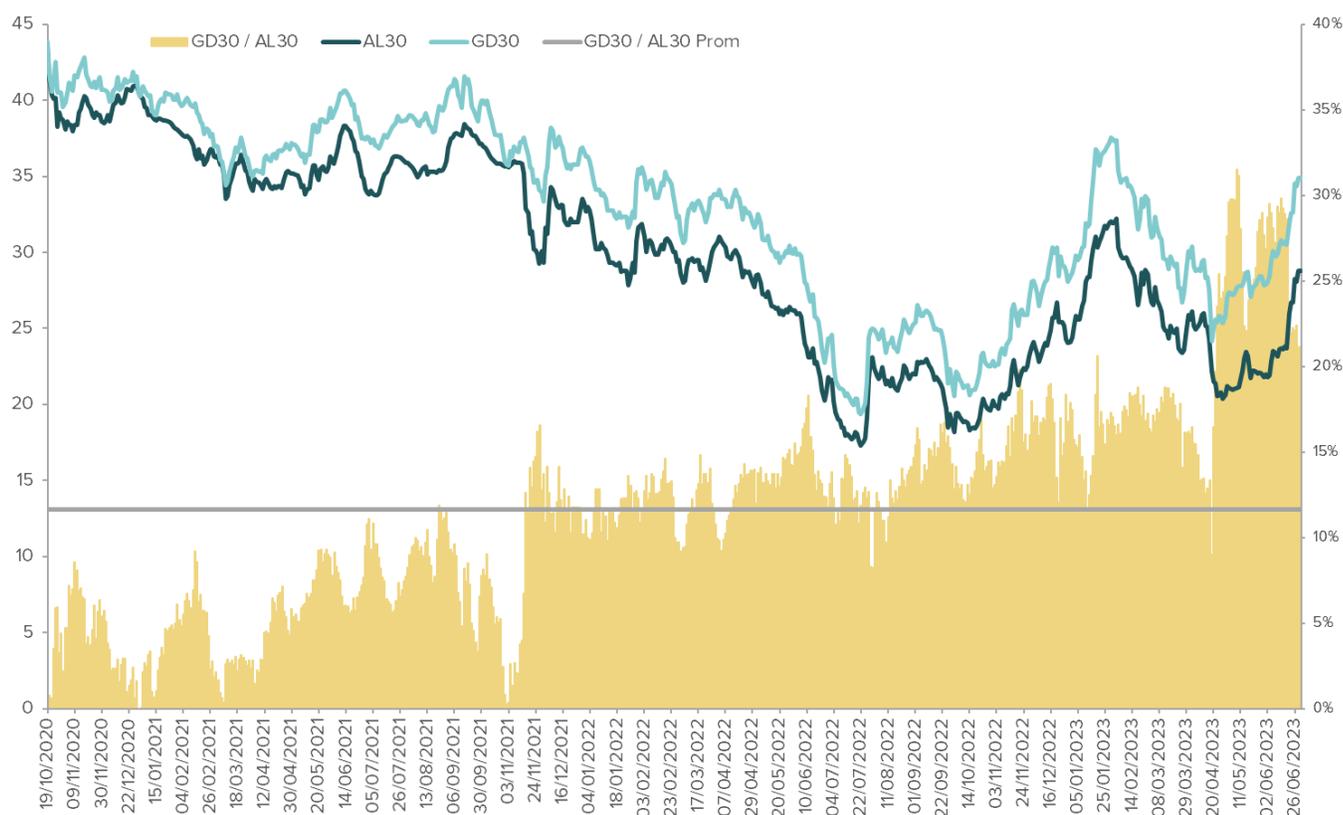
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

El Índice de Bonos Globales se encuentra próximo al valor máximo durante la gestión de Massa, que se dio a comienzos de febrero de este año, mostrando nuevamente un desvío similar al de aquel entonces con respecto a la deuda emergente. Si bien la deuda soberana argentina tiende a moverse acoplada pero con mayor intensidad dado su mayor Beta, la fuerte reacción de esta última suba se explica casi completamente por los factores locales expuestos anteriormente. Por otra parte, como veníamos señalando en ediciones anteriores del Weekly, el desacople que existe entre el equity argentino y la deuda

soberana sigue siendo llamativo, si bien con la suba de estas últimas semanas de los bonos argentinos éste se redujo en parte.

Cabe mencionar que el 9 de julio operan los vencimientos de cupones de los bonos soberanos que suman alrededor de USD 1.000 MM, que dada la delicada situación de las reservas y frente a la posible demora en la aprobación del acuerdo con el FMI que permita recibir el adelanto de fondos, el gobierno posiblemente tendría que hacer frente a esta obligación con reservas propias e implicaría observar las reservas netas en niveles inusualmente bajos. Esto podría generar cierta inquietud, aunque en nuestra opinión el pago se realizara ya que el costo político de incumplir de caras a una elección sería altísimo. Por otra parte el acuerdo con el FMI, podría tener un impacto positivo en la deuda, si bien parte de esto ya debe estar reflejado en los precios actuales.

Spread de Jurisdicción



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

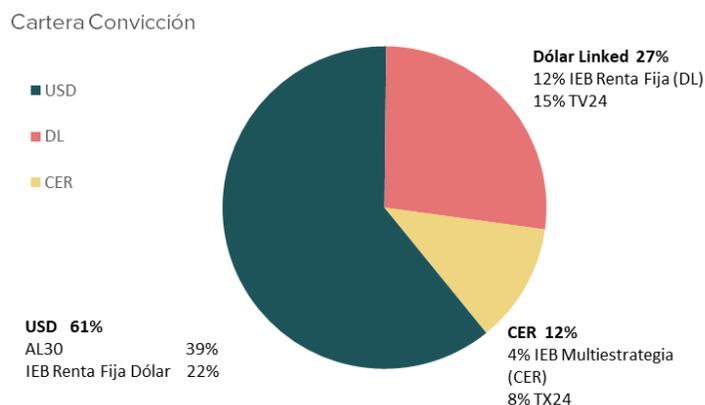
Finalmente, vemos que los spreads de jurisdicciones se vuelven a comprimir, con la suba levemente mayor que mostraron los Bonares con respecto a los Globales. En particular se evidenció una compresión significativa entre el AL30 y su par con jurisdicción NY, que cayó desde los niveles de 30% a cerca de 21% en la actualidad. De todas formas se observa que este spread continúa siendo elevado cuando se lo compara tanto en términos históricos -el promedio histórico es de 11%- como con respecto al resto de la curva de soberanos. Por otra parte si miramos las paridades históricas la deuda sigue mostrando

prácticamente precios de default, por lo que en el largo plazo con un gobierno que realmente encare un plan de estabilización y con el sector externo normalizando la entrada de divisas, aún vemos valor en los bonos soberanos. Especialmente, nos gusta el AL30 que incluso en el corto plazo hasta las elecciones primarias vemos que aún tiene recorrido al alza.

CARTERA RENTA FIJA

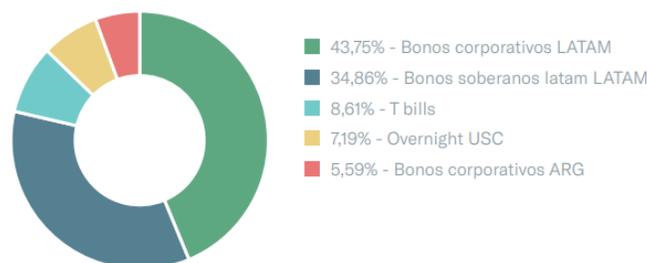
El mercado dió su visto bueno a los precandidatos para las elecciones PASO con una suba tanto en la deuda soberana como en el equity argentino. Por su parte, los rumores de que se estaría llegando a un acuerdo con el FMI para los próximos seis meses, de la mano con el pago de los USD 2.700 que debía afrontar el gobierno con el organismo, también generaron una expectativa positiva en los mercados y una baja sustancial en los FX financieros.

Con Massa como precandidato a presidente por parte del oficialismo, vemos aún menos probable un salto discreto del tipo de cambio oficial en el corto plazo, y un mayor esfuerzo por contener la brecha cambiaria. Por lo que, creemos que el escenario actual mantiene la posibilidad de continuar haciendo tasa con instrumentos en pesos, en el corto plazo. De esta manera, reducimos la exposición de la cartera a un 61% de activos en dólares, para destinar un 39% a instrumentos en pesos.



Para la porción de la cartera denominada en dólares creemos conveniente aumentar en un 4% nuestra exposición a bonos soberanos hard dólar a través del AL30, dado que aún vemos un potencial upside mientras se encuentre por debajo de los USD 30, más aún si tenemos en cuenta el efecto FOMO (Fear of missing out), o miedo por quedar fuera de la suba, trás el alza en el precio que mostró en las últimas semanas. Por otra parte, en vista de un mayor riesgo al contexto local, mantenemos un 22% en el Fondo IEB Renta Fija Dólar, el cual nos permite diversificar con riesgo de Latam y del tesoro de Estados Unidos debido a su tenencia de Bonos de América Latina y T bills.

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



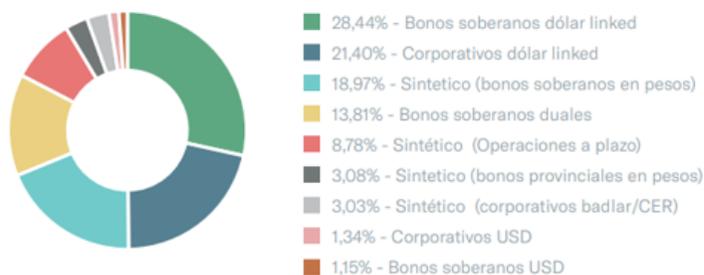
Para lo asignado a pesos, vemos adecuado mantener un 27% en instrumentos dólar linked con la finalidad de obtener cobertura frente a un eventual aumento en el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial.

Principalmente, nos resulta atractivo destinar un 15% al bono TV24 considerando que, si bien el riesgo de devaluación disminuye en el corto plazo con la confirmación de Massa como candidato, no se descarta un salto discreto del tipo de cambio para el largo plazo. Mientras que, el 12% restante lo asignamos al Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked), el cual nos brinda una mayor diversificación en instrumentos dólar linked vía bonos corporativos.

El remanente de lo distribuido para activos en pesos lo destinamos a instrumentos que ajustan por inflación en un 8% a través del bono TX24, puesto que muestra un atractivo interesante para hacer carry, y en un 4% por medio del Fondo IEB Multiestrategia (CER) que nos permite capturar un aumento en los precios a través de una cartera diversificada de bonos y letras.

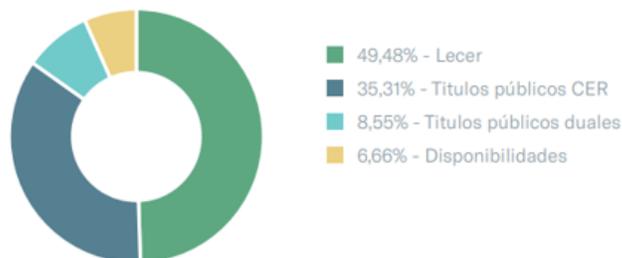
Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked)

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Fondo IEB Multiestrategia (CER)

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



Con la composición mencionada, la cartera en su conjunto arroja una duration de 1,74 al cierre del día de ayer, siendo la duration para los activos en dólares de 2,35 y 0,78 para los activos en pesos.

Moneda	%	%	Instrumento	Duration	Duration por moneda	Duration Total
USD	61%	39,0%	AL30	2,97	2,35	1,74
		22,0%	IEB Renta Fija Dólar	1,25		
ARS	39%	15,0%	TV24	0,87	0,78	
		12,0%	IEB Renta Fija (DL)	0,93		
		8,0%	TX24	0,69		
		4,0%	IEB Multiestrategia	0,19		

En las últimas dos semanas, el rendimiento de la cartera previa fue de 8,39% en pesos, estimulado principalmente por los activos en dólares, los cuales rindieron 10,89%, mientras que los activos en pesos también aportaron un rendimiento interesante del 3,75%. Durante el mismo periodo, el dólar CCL varió en un 4,19%, por lo que, si medimos la cartera en dólares, el rendimiento de la misma fue de 4,03%.

El buen rendimiento de los activos en dólares estuvo principalmente alentado por el bono AL30, el cual mostró una variación positiva del 17,25%, seguido por el Fondo IEB Renta Fija Dólar con un rendimiento del 3,47%. En la parte pesos, el instrumento destacado fue el TV24 con un ascenso en su precio del 5,55%, acompañado por un 2,90% del Fondo IEB Multiestrategia (CER) y un 2,77% del Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked).

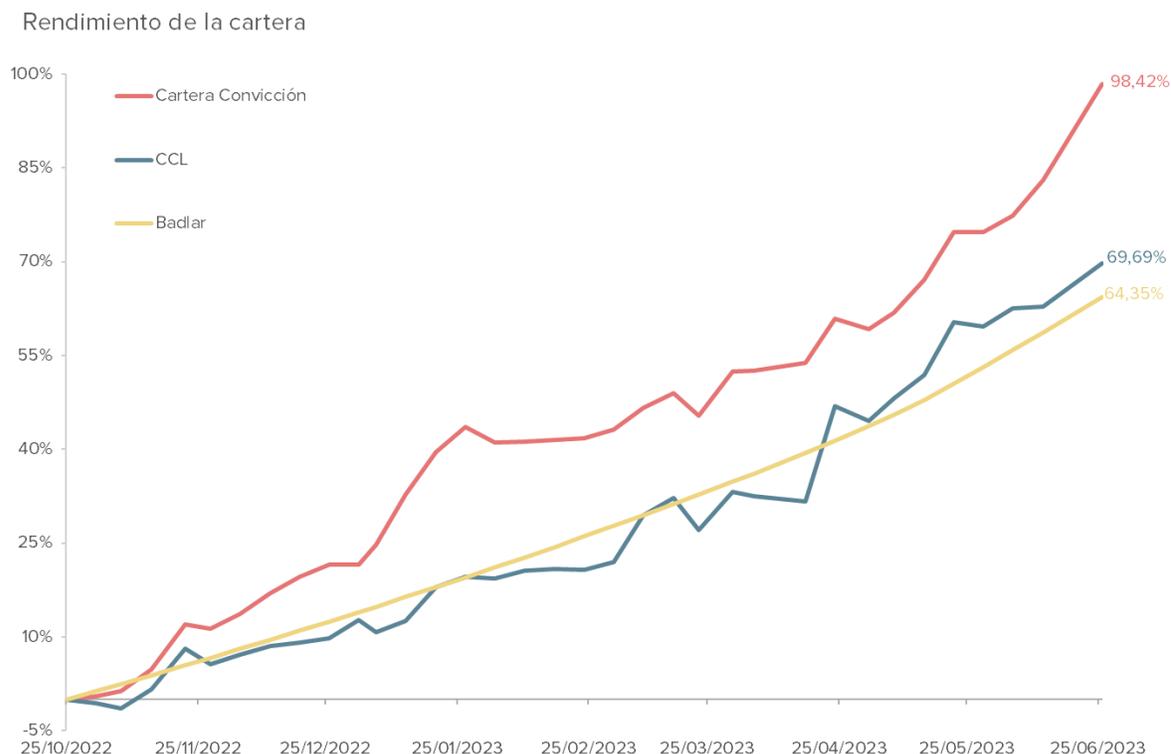
Cartera Convicción	Moneda	%	%	Instrumento	Rdto	Precio 09-Jun	Precio 23-Jun	Rdo x Moneda	Rdo Total
	USD	65%	35,0%	AL30	17,25%	10.954	12.844	10,89%	8,39%
30,0%			IEB Renta Fija Dólar	3,47%	1,004	1,014			
ARS	35%	15,0%	IEB Renta Fija (DL)	2,77%	20,31	20,88			
		12,0%	TV24	5,55%	25.675	27.100			
		8,0%	IEB Multiestrategia	2,90%	13,42	13,80			

Finalizando el mes de junio, el rendimiento mensual de la cartera trepa a un 13,55%, rendimiento notablemente por arriba de lo que rindió el dólar CCL y la tasa Badlar durante el mismo periodo.

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%	13,55%
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	6,55%	6,60%	7,31%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	8,59%	10,37%	6,33%

Si vemos el rendimiento acumulado desde inicios de la cartera que proponemos continuamente en nuestro weekly, la misma lleva acumulado un rendimiento del 98,42%, frente a un acumulado de 69,69% para el contado con liquidación y 64,35% para la tasa badlar.



EQUITY ARGENTINO

En el weekly de la semana anterior mencionamos que el **S&P Merval medido en términos de CCL y ajustado por inflación de EE.UU. había cerrado en USD 846, el máximo de toda la gestión Fernández.** Viendo un mercado en el que, en nuestra opinión, se daban dos fenómenos: inversores que tomaron ganancias a estos máximos, observando el claro desarbitraje entre la renta variable y la fija y, por otro lado, otro grupo de inversores (que incluyen fondos) que han comenzado a posicionarse mirando el recambio y apostando a un plazo más largo.

La suba del S&P Merval se ha dado en un contexto de volumen creciente aún ajustando el mismo por inflación (ver gráfico evolución Índice de Globales Argentinos USD vs. S&P Merval en CCL y Volúmen operado en el S&P Merval ajustado por inflación).

Decíamos también que **el mercado percibía que el sector privado poseía un nivel de “riesgo país” menor al que presenta Argentina como estado soberano**. El anuncio de la candidatura del ministro Massa como precandidato casi único por Unión por la Patria ha redundado en una suba generalizada de los bonos soberanos llevando el riesgo país a niveles de 2.098, comparado con los 2.307 de una semana atrás, es decir, menor riesgo soberano.

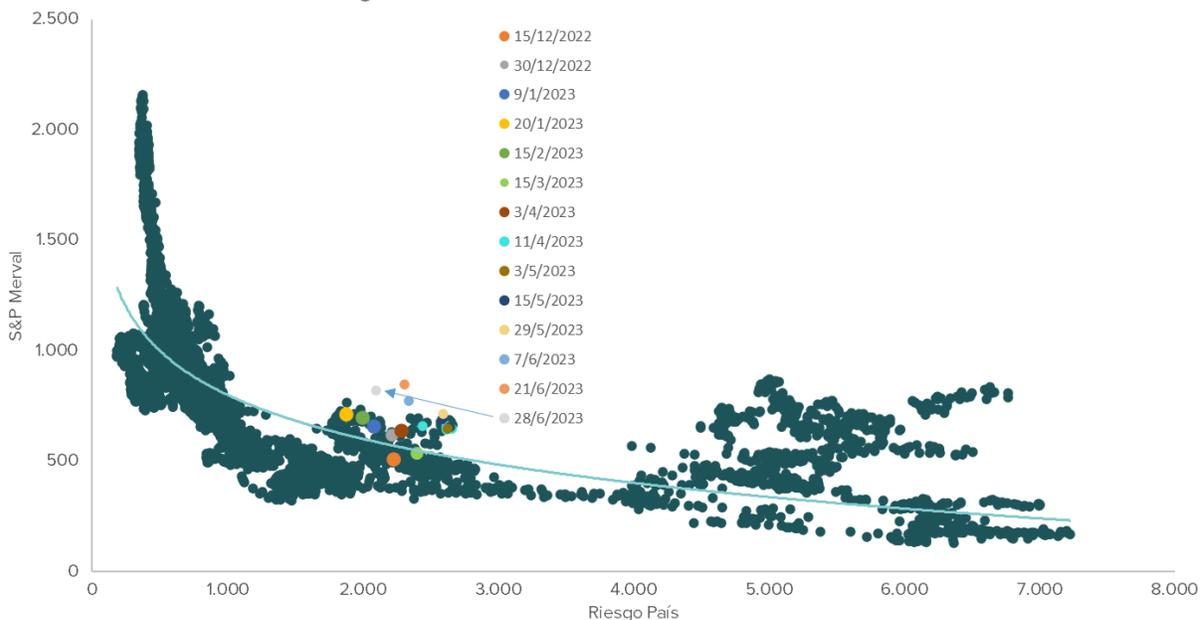
Por el contrario, el S&P Merval luego de tocar máximos de USD 846, terminó cerrando ayer a USD 815, una caída de casi un 4%. Así el “mispricing” creciente que mostraba el S&P Merval frente al nivel de riesgo país observado comenzó una tendencia de convergencia.

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



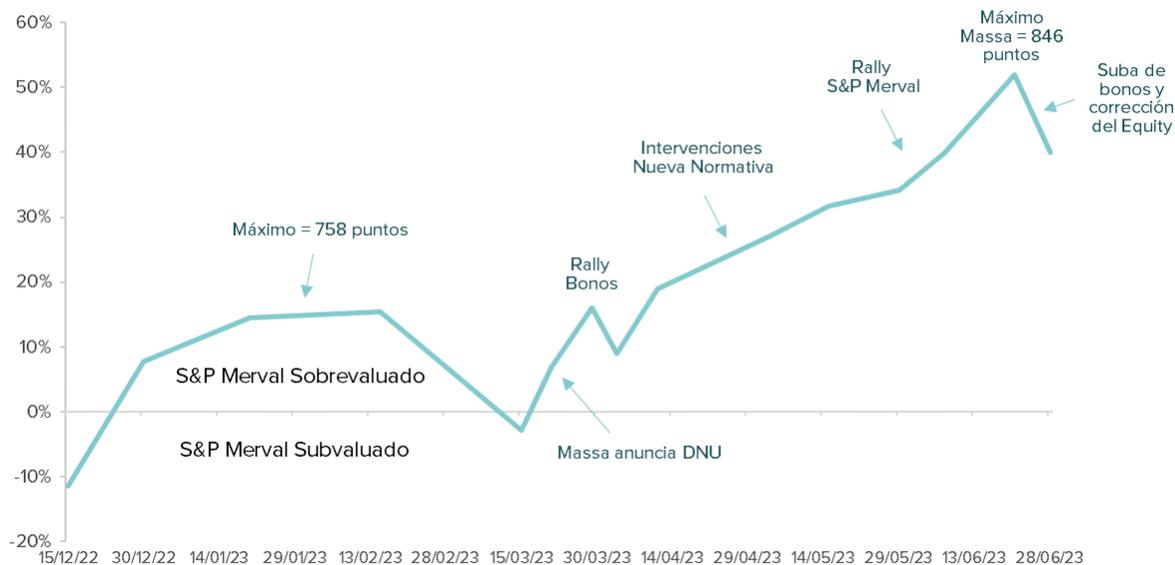
Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Esto se evidencia aún más cuando observamos el gráfico inferior, que muestra una curva construida en base al desvío de cada punto observado sobre la línea de tendencia. Valores por encima de 0% muestran una sobrevaluación del S&P Merval frente a los niveles de riesgo país; valores por debajo una subvaluación.

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

En dicho gráfico podemos constatar cómo la combinación del rally de los soberanos y la corrección en el mercado de renta variable ha quebrado la tendencia de divergencia. No obstante, también constatamos que dichos niveles sugieren un mercado con preferencia de riesgo privado a riesgo soberano.

No obstante esta corrección, desde inicios de este 2022 el mercado de equity argentino ha performeado notablemente mejor que el de bonos soberanos rindiendo un 83% en USD CCL mientras que los bonos, a pesar del recupero reciente, aún no llegan a alcanzar los valores que presentaban al inicio de dicho año.

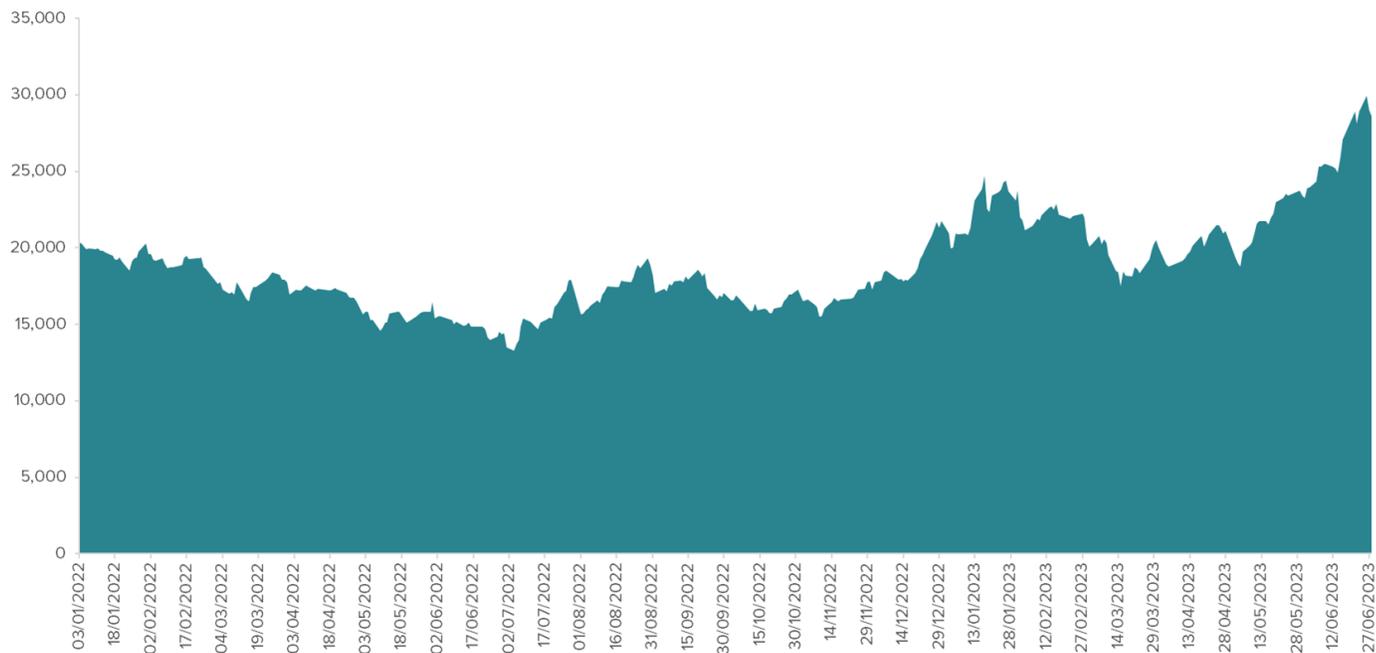
Indice de Globales Argentinos USD vs S&P Merval en CCL (Base 30/12/2021 = 100)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Creemos que mientras dure un entorno más constructivo para la deuda argentina (acuerdo con el FMI, despejado el pago de cupones de la deuda soberana) la tendencia no debería, al menos, continuar ampliando su divergencia y estabilizarse en niveles un poco más adecuados para los niveles de riesgo país observados.

Volumen Operado S&P Merval (Panel Lider en millones de pesos ajustado por inflación)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

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 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.