

31 de agosto de 2023

Argentina Weekly

Cobertura mata fundamentales

El traspaso a precios de la devaluación del 22% ocurrida luego de las PASO fue extremadamente rápido. A días de ocurrida la brecha cambiaria se encuentra en 130% y el único resultado que ha logrado la devaluación es una aceleración en la nominalidad de la economía. Para agosto, de acuerdo a relevamientos privados, la inflación podría ubicarse en un rango entre 11% a 13% lo que implicaría casi duplicar la tasa de julio.

Mediante constantes intervenciones el gobierno ha logrado contener el dólar MEP y si bien el tipo de cambio oficial continúa en \$350; el mercado cree (observando los futuros de dólar) que de acuerdo al resultado electoral de octubre habrá un nuevo salto discreto. Así, pricea una devaluación del 25% para octubre, de 50% para noviembre y casi 100% para diciembre. En este contexto es lógico que los inversores busquen cobertura demandando todo tipo de instrumentos: cobertura mata fundamentales.

Esto es especialmente notorio en el mercado de equity argentino que a pesar de la rueda negativa de ayer, continúa con unas valuaciones que reflejan expectativas demasiado optimistas hacia el futuro. Se entiende que en un mercado como el actual los inversores demandan acciones, bonos, letras y cualquier instrumento para refugiarse de devaluaciones e inflación. En este contexto, nuestra cartera de renta fija continúa con un proceso de dolarización y, en la sección alocada a pesos se pondera mayoritariamente los instrumentos DL y CER (en menor medida).

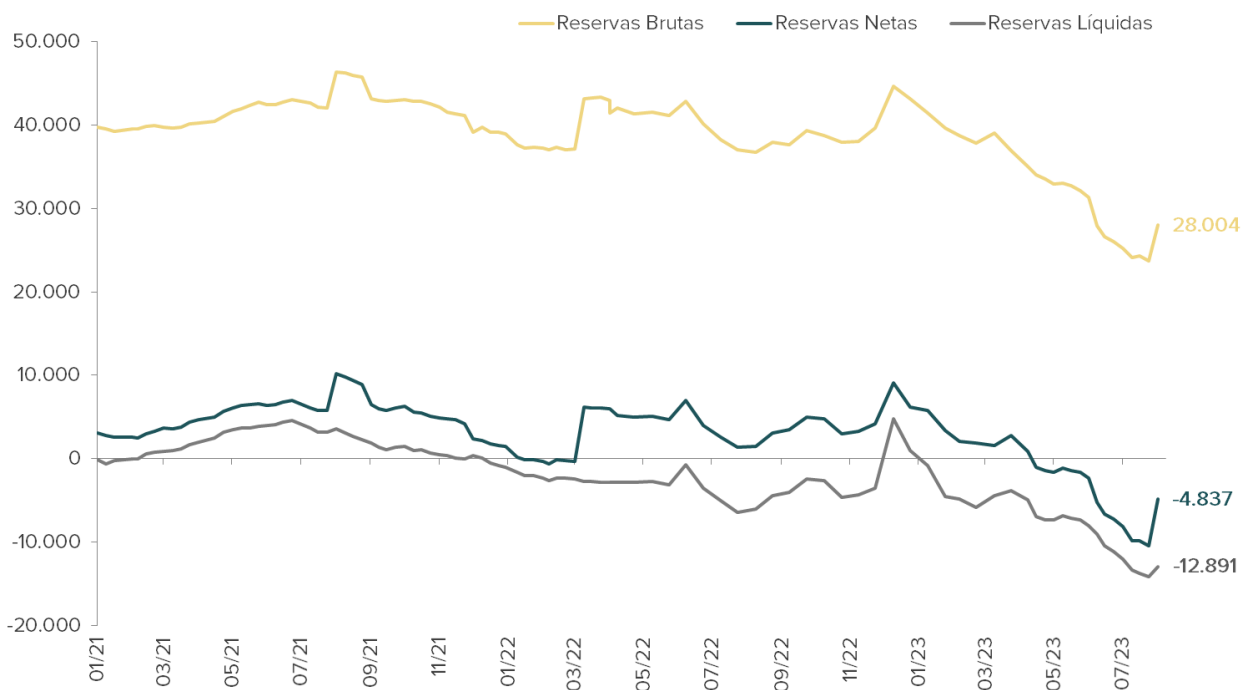
Finalmente, fuera del calendario habitual el Ministerio de Economía llamó a una nueva licitación para el 1 de septiembre luego de realizar una devolución de casi \$500.000 MM al BCRA. Es probable que el Tesoro Nacional necesite financiamiento en el marco de los anuncios realizados por el ministro-candidato Massa (bonos para jubilados y empleados públicos) que desataron un fuerte rechazo por parte de varios gobernadores e intendentes. La oferta incluye, nuevamente, la reapertura de dos instrumentos DL: el T2V4 y el Bono dual TDG24 y dos instrumentos ajustados por CER: T4X4 y T6X4.

ECONOMÍA

Pese a los desembolsos por parte del FMI y las compras sostenidas de divisas en el MULC, los niveles negativos de reservas del BCRA continúan generando preocupación en el mercado. La llegada de fondos desde el organismo internacional sirvió para dar un respiro transitorio a las arcas de la autoridad monetaria, con las reservas brutas alcanzando USD 29.000 MM, alivio que se disipó luego de la cancelación de pasivos con la CAF, Qatar, China y el adelantamiento de pagos al mismo Fondo, presionando a las reservas netas a la baja hasta USD -4.800 MM, aunque continuando por encima de los niveles críticos alcanzados algunas semanas atrás. En cuanto a las intervenciones en el MULC, el saldo positivo de USD 1.200 MM acumulado en agosto no alcanza como señal positiva para calmar a los mercados, entendiendo que el BCRA se las ingenia para alcanzar estos niveles de compras en el mercado abierto incrementando las restricciones y ampliando la deuda con importadores, con el costo que esto implica en términos de actividad.

Sin embargo, la posibilidad de la implementación de una cuarta edición del Programa de Incremento Exportador podría llegar a dar cierto respiro a las escasas reservas del central, permitiendo la liquidación de un 75% al dólar oficial y 25% al CCL, y mejorando el tipo de cambio aplicado a la soja en un 25%, en línea con la mejora ofrecida con el breve dólar preferencial a \$340. Con esta medida el gobierno espera conseguir entre USD 2.000-2.500 MM.

Reservas Brutas, Netas y Líquidas



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	31/7/2023	23/8/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	41.298	40.287	38.323	38.662	35.001	33.001	27.926	24.092	28.004
2. Bonos - USD MM	7.924	6.720	8.585	8.028	7.428	6.517	7.069	8.783	8.879	8.761
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.019	48.872	46.351	46.090	41.519	40.070	36.709	32.971	36.765
4. Pasivos Monetarios - \$ miles	4.895.545	7.340.547	7.684.479	7.739.509	7.992.416	7.863.242	8.207.832	8.523.783	9.092.710	9.771.092
5. Pasivos Remunerados - \$ miles	5.044.615	10.483.446	11.244.177	12.068.634	12.275.804	13.777.371	15.027.723	16.469.099	17.931.508	19.956.652
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	209	371	387	427	440	521	580	681	820	809
7. CCL	203	344	365	367	406	443	491	514	551	805

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

Es en este contexto de reservas en caída, incertidumbre política luego de las PASO y necesidad de cobertura por los elevados niveles de inflación tras la devaluación, que la presión sobre los dólares financieros se intensificó con el CCL rompiendo la barrera de \$800 y, tanto este último como el MEP, acumulando incrementos de 8% en la última semana pese a la intervención oficial. En cuanto a nuestro benchmark CCL se dio una leve mejoría en su valor con asistencia del FMI, alcanzando \$809 y llevando al desvío a un valor mínimo no observado desde enero. De todas formas, es otro desvío el que genera preocupación actualmente: la brecha cambiaria. Con las cotizaciones financieras al alza a un ritmo acelerado y la cotización oficial congelada, el nivel de brecha escaló al 130% y posiblemente logre alcanzar -incluso sobrepasar- los máximos históricos alcanzados en julio de 2022, esto de cumplirse la promesa de sostener el tipo de cambio hasta las elecciones generales.

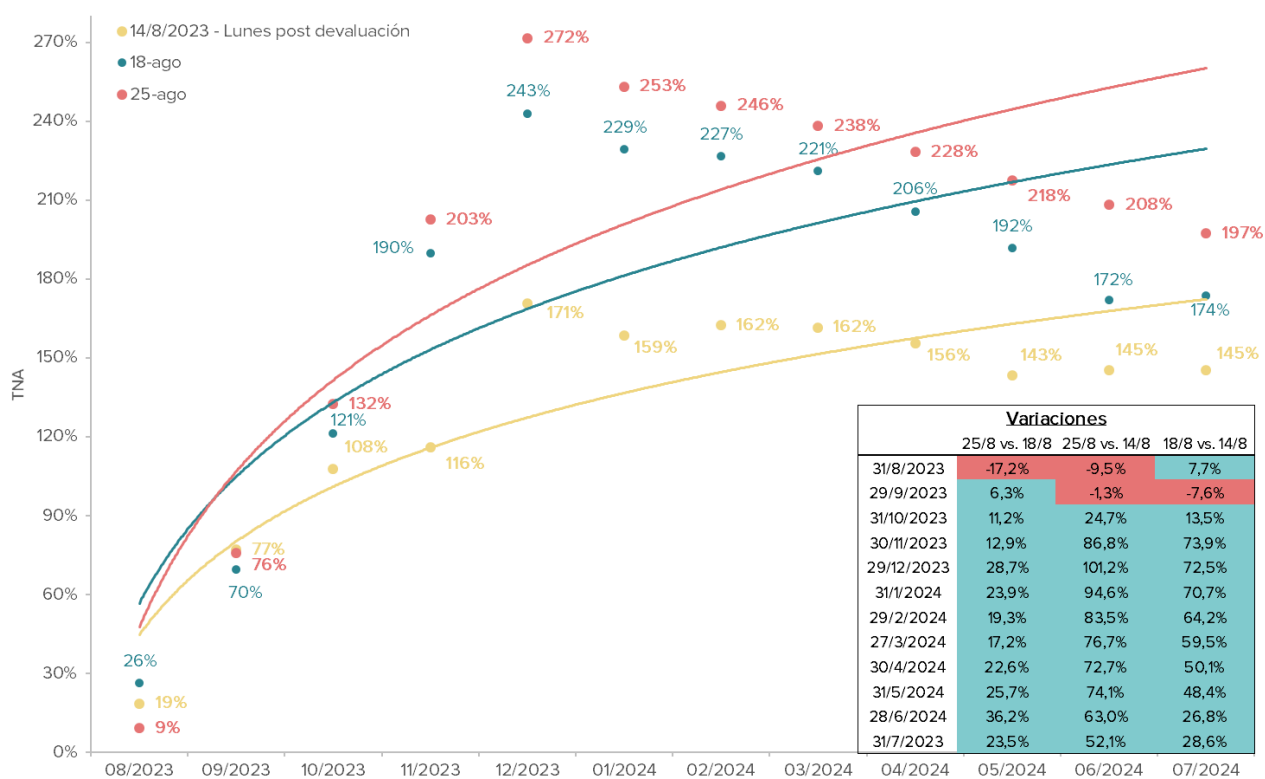
Brecha CCL/Oficial



Fuente: IEB en base a Reuters

La falta de credibilidad de la devaluación adoptada desde el Ministerio de Economía post PASO continúa haciéndose notar en las curvas de futuros, que debido a la aceleración de la inflación en las últimas semanas, y a que posiblemente dicha aceleración se traslade a septiembre, pricean una devaluación directa de 24% para octubre y una por encima del 50% para noviembre. Con la mirada puesta en el 2024, la imagen tampoco luce muy positiva: los contratos a julio se ubican por encima de \$1.000. Estas expectativas devaluatorias continúan empujando a las cotizaciones a nuevos máximos históricos frente a una demanda de pesos en constante caída, con lo cual no debería esperarse un enfriamiento en la tendencia alcista de los dólares.

Evolución de curvas de futuro USD - TNAs



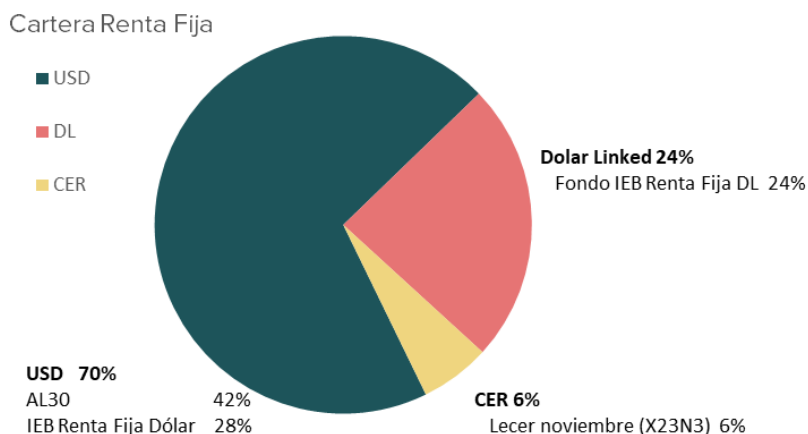
Fuente: IEB en base a Matba Rofex

Por otra parte, el Mecon anuncio en el día de hoy que estará llevando a cabo una nueva licitación el día 1 de septiembre en la que ofrecerá cuatro instrumentos: Boncer T6X4, Boncer T4X4, Bono Dual TDG24 y Bono Dólar Linked T2V4. Esta nueva licitación no formaba parte del calendario del Mecon para el segundo semestre. Asumimos que esta nueva licitación puede estar relacionada a la necesidad de conseguir financiamiento adicional luego de haber realizado una devolución de \$500.000 MM al BCRA y haber anunciado un bono a jubilados y empleados públicos que generó una fuerte resistencia por parte de algunos gobernadores e intendentes. Recordemos que en el mes de septiembre el Mecon enfrenta vencimientos por \$880.000 MM correspondientes a la Lecer Septiembre X18S3 y el Dual Septiembre

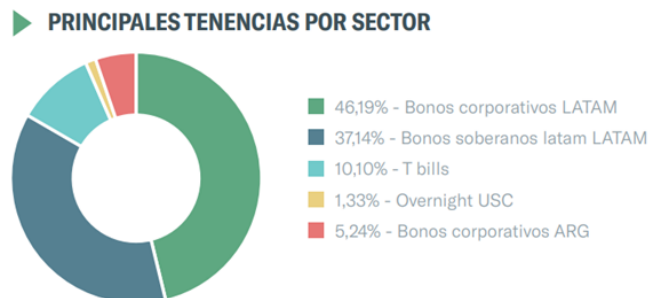
TDS23. En lo que va del año logró recaudar \$1,27 BB lo que se corresponde con una tasa de rollover de 144%.

CARTERA RENTA FIJA

Ante lo comentado en las secciones anteriores, optamos por aumentar en un 2% la exposición a activos en dólares en nuestra cartera, quedando así compuesta en un 70% por instrumentos denominados en dólares y un 30% de instrumentos en pesos.



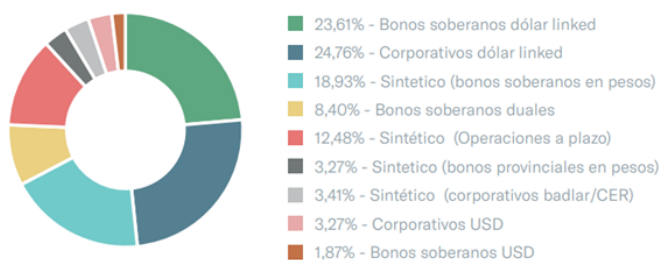
En cuanto a los activos en dólares, reducimos en un 2% la tenencia de bonos soberanos AL30 dado que, si bien presenta valor en el largo plazo, la actual paridad en torno al 34% induce a ser cautos en el corto plazo, ya que, podría mostrar cierta volatilidad. Por otra parte, aumentamos un 4% en el Fondo IEB Renta Fija Dólar, lo que nos permite disminuir la exposición al contexto local a través de un portfolio de bonos soberanos y corporativos de América Latina, junto con letras del tesoro de Estados Unidos.



Con los futuros de Rofex priceando un salto discreto del tipo de cambio oficial en octubre y noviembre de este año, creemos que la demanda por instrumentos con cobertura cambiaria continuará en aumento, por

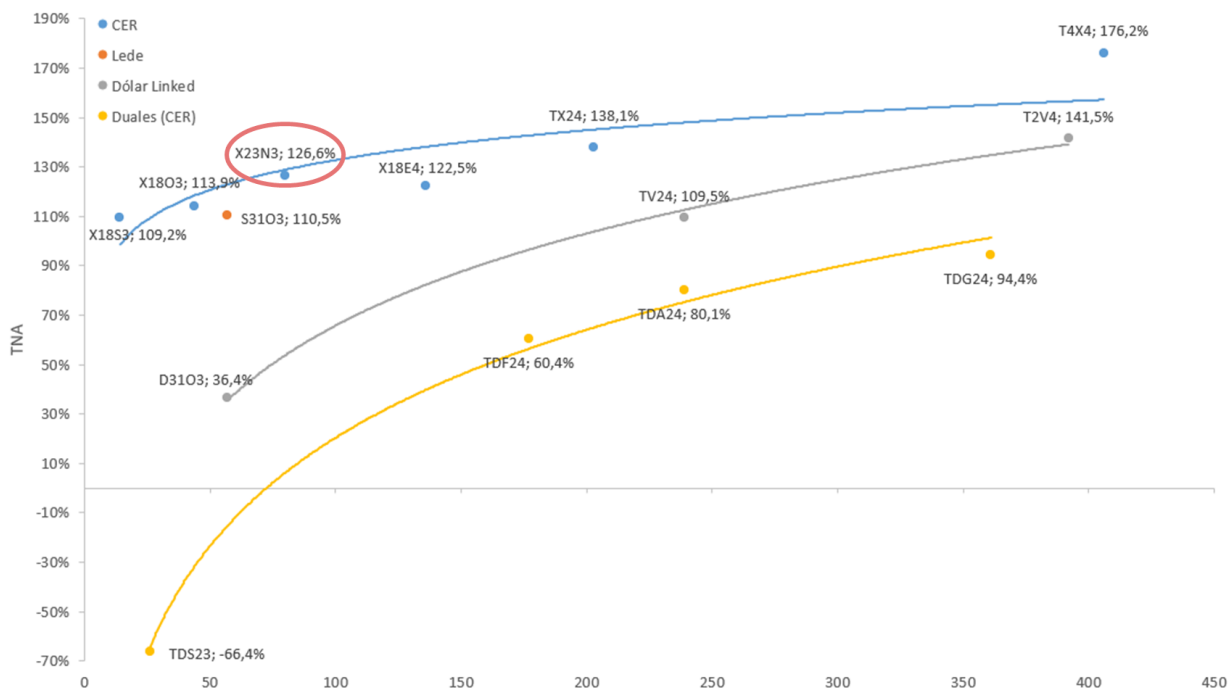
lo que aumentamos un 11% la posición en instrumentos dólar linked a través del Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked), el cual cuenta con bonos soberanos y obligaciones negociables dólar linked, así como también sintéticos de dólar que permitan capturar la evolución del tipo de cambio oficial.

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



También, mantenemos un 6% en instrumentos que ajustan por CER a través de la Lecer Noviembre (X23N3), ya que nos permite capturar el incremento de la inflación para el mes de agosto y septiembre. Particularmente nos parece atractivo este instrumento puesto que cuenta con una TNA de 126,6%, superior al rendimiento que ofrece la Lecer Enero (X18E4).

Curvas Pesos (TNA)



Fuente: IEB en base a Byma Data.

Actualmente, la cartera alcanza una duration de 1,83 años, siendo de 2,19 años la duration para los activos en dólares y de 0,99 años para los instrumentos en pesos.

Duration						
Moneda	%	%	Instrumento	Duration	Duration por moneda	Duration Total
USD	70%	42,0%	AL30	2,96	2,19	1,83
		28,0%	IEB Renta Fija Dólar	1,04		
ARS	30%	6,0%	Lecer X23N3	0,24	0,99	
		24,0%	IEB Renta Fija DL	1,18		

PERFORMANCE DE LA CARTERA RENTA FIJA

La cartera de renta fija que sugerimos en nuestro weekly anterior obtuvo un rendimiento de 5,09% en pesos, y dada la relativa calma en los FX Financieros durante el mismo periodo, la misma obtuvo un rendimiento de 1,33% en dólares.

Principalmente, el rendimiento de la cartera se vió impulsado por una rentabilidad de 6,18% por parte de los activos en dólares, siendo el de mayor suba el bono AL30, que obtuvo un incremento de 7,86% en su precio. No obstante, el Fondo IEB Renta Fija Dólar también presentó una variación positiva de 3,09%.

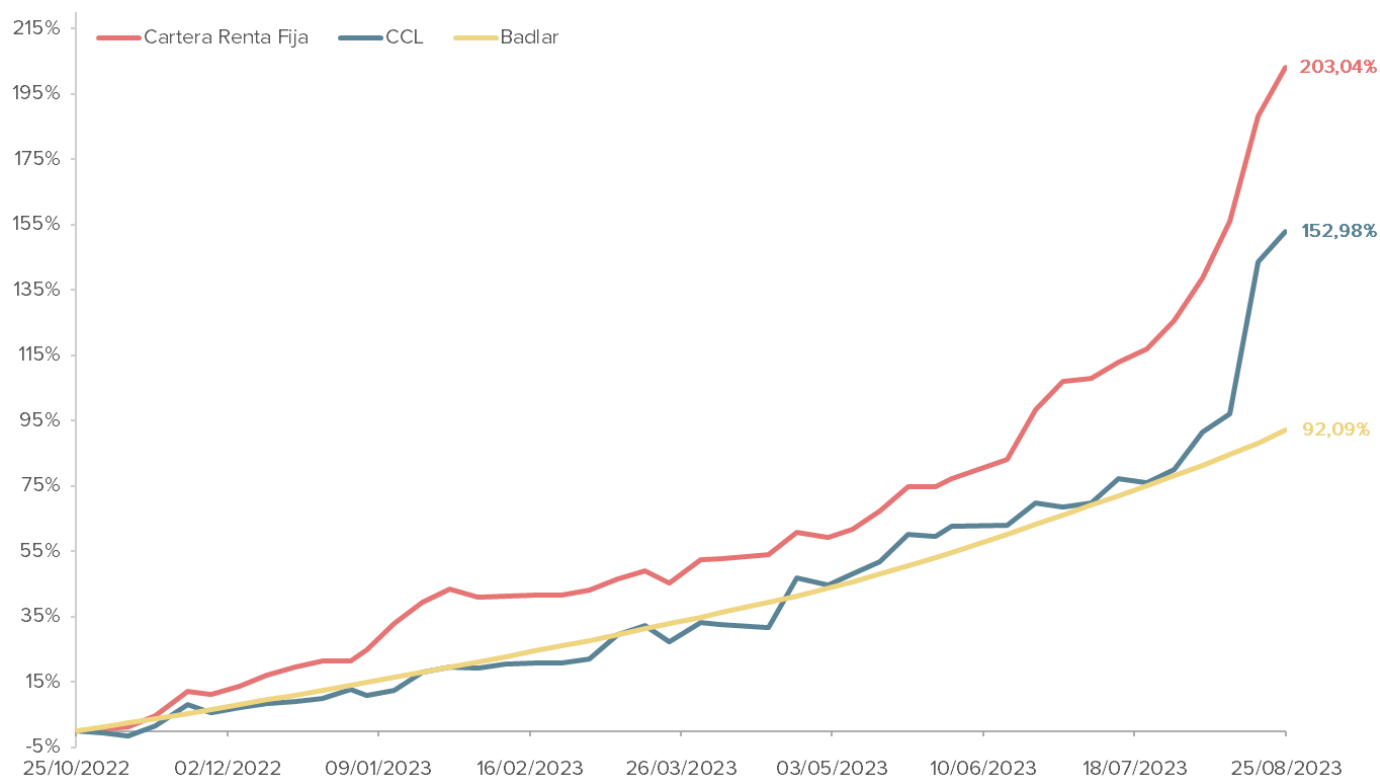
Por el lado de los activos en pesos, el mayor rendimiento estuvo dado por el Fondo IEB Renta Fija (Dólar Linked) con una suba de 4,99%, acompañado por incrementos de 1,49% y 1,09% para la Lede Octubre (S31O3) y la Lecer Noviembre (X23N3) respectivamente.

Rendimientos								
Moneda	%	%	Instrumento	Rdto	Precio 18-Ago	Precio 25-Ago	Rdo x Moneda	Rdo Total
USD	68%	44,0%	AL30	7,86%	20.675	22.300	6,18%	5,09%
		24,0%	IEB Renta Fija Dólar	3,09%	1,011	1,026		
ARS	32%	11,0%	Lecer X23N3	1,09%	124,00	125,35	2,77%	
		8,0%	Lede S31O3	1,49%	82,77	84,00		
		13,0%	IEB Renta Fija (DL)	4,99%	26,838	28,176		

Finalizando el mes de agosto, la cartera que proponemos semana a semana en nuestro weekly acumula un rendimiento de 34,33%, 6,29% por debajo de la suba que obtuvo el dólar CCL (medido con ADRs), y muy por arriba de lo acumulado por la tasa Badlar durante el mismo periodo. Pese a esto, la cartera lleva acumulado un rendimiento de 149,27% YTD y de 203,04% desde sus inicios, considerablemente por encima del rendimiento que obtuvo la tasa Badlar y el dólar CCL (ver cuadros siguientes).

Retornos Mensuales											YTD
	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23	ago-23	
Cartera	11,31%	9,19%	18,13%	-1,29%	7,53%	4,45%	9,78%	18,52%	8,92%	34,33%	149,27%
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	6,55%	6,60%	8,42%	7,34%	7,76%	68,52%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	8,59%	10,37%	5,52%	6,83%	40,62%	124,38%

Rendimiento de la cartera



BONOS SOBERANOS

Los bonos argentinos mostraron una rápida recuperación luego del retroceso sufrido producto del resultado electoral. Evidenciaron una suba promedio de 18% desde los valores mínimos alcanzados el martes siguiente a las elecciones primarias. Los valores máximos se alcanzaron al cierre del martes cuando la deuda argentina volvió a operar con paridades similares a la semana anterior a las PASO, mientras que a partir de allí se observó una caída de 2,8% en promedio, que se puede asociar a tomas de ganancias luego del rally alcista. El Índice de Globales se movió en línea con la deuda emergente durante estas dos últimas semanas que tuvo una suba de casi 2% medida a través del EMB.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



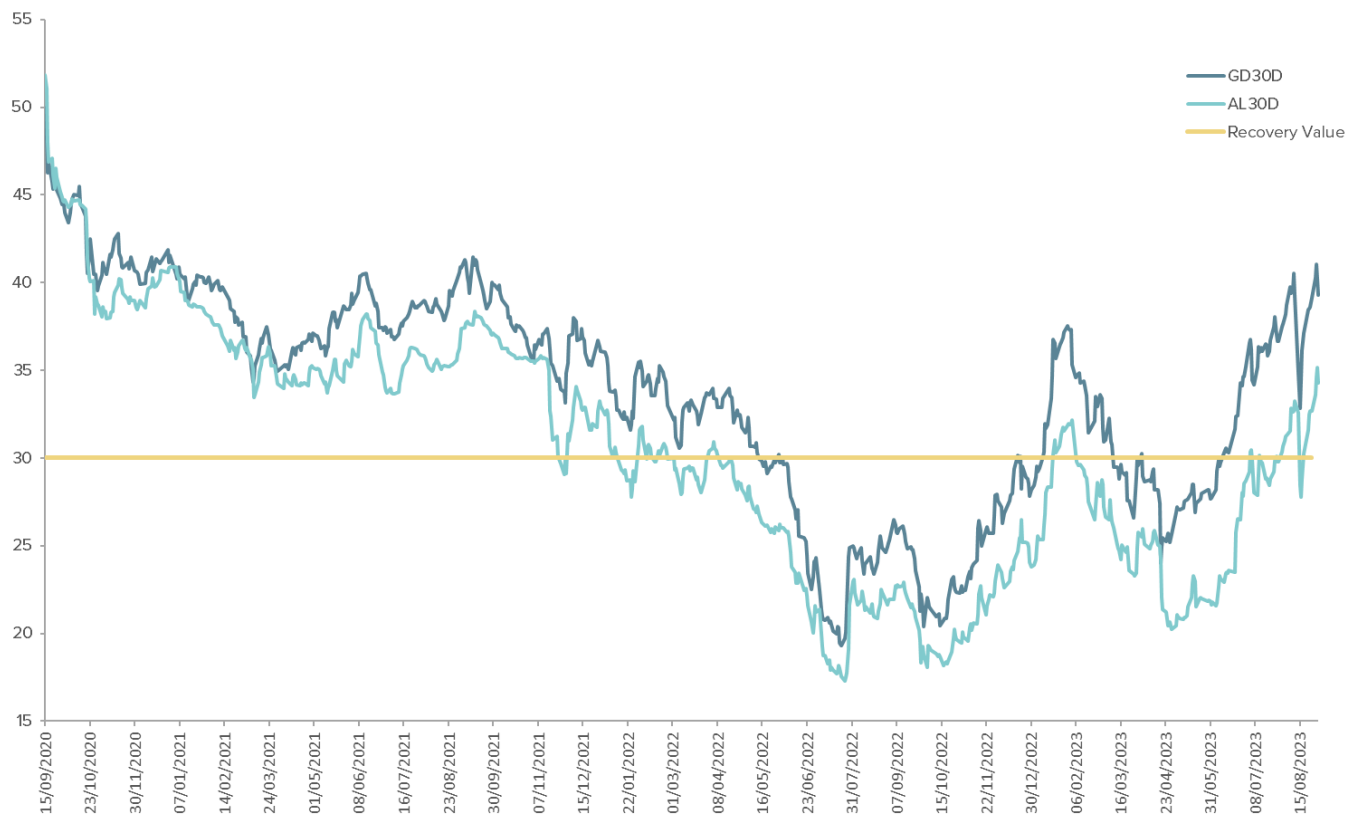
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

En el plano local, será fundamental lo que se vaya conociendo de los respectivos programas económicos de los diferentes candidatos. Por otra parte, el desembolso del FMI le brindará al BCRA mayor poder de

fuego para intervenir en el mercado de bonos con el objetivo de contener la brecha cambiaria. Se estima que redujo el nivel de intervención de USD 100 MM diarios en la semana previa a las elecciones primarias a alrededor de USD 20 MM diarios luego de las mismas.

Con respecto a los bonos AL30 y GD30, estos se operan con paridades en torno al 34% y 39% respectivamente, niveles bastante por arriba de los valores de recupero de reestructuraciones históricas agresivas. El AL30 en particular se encuentra en valores superiores a los previos a las elecciones primarias. Dado el nivel de encepamiento actual que enfrentan los inversores este activo sigue siendo utilizado como un instrumento para dolarizar carteras.

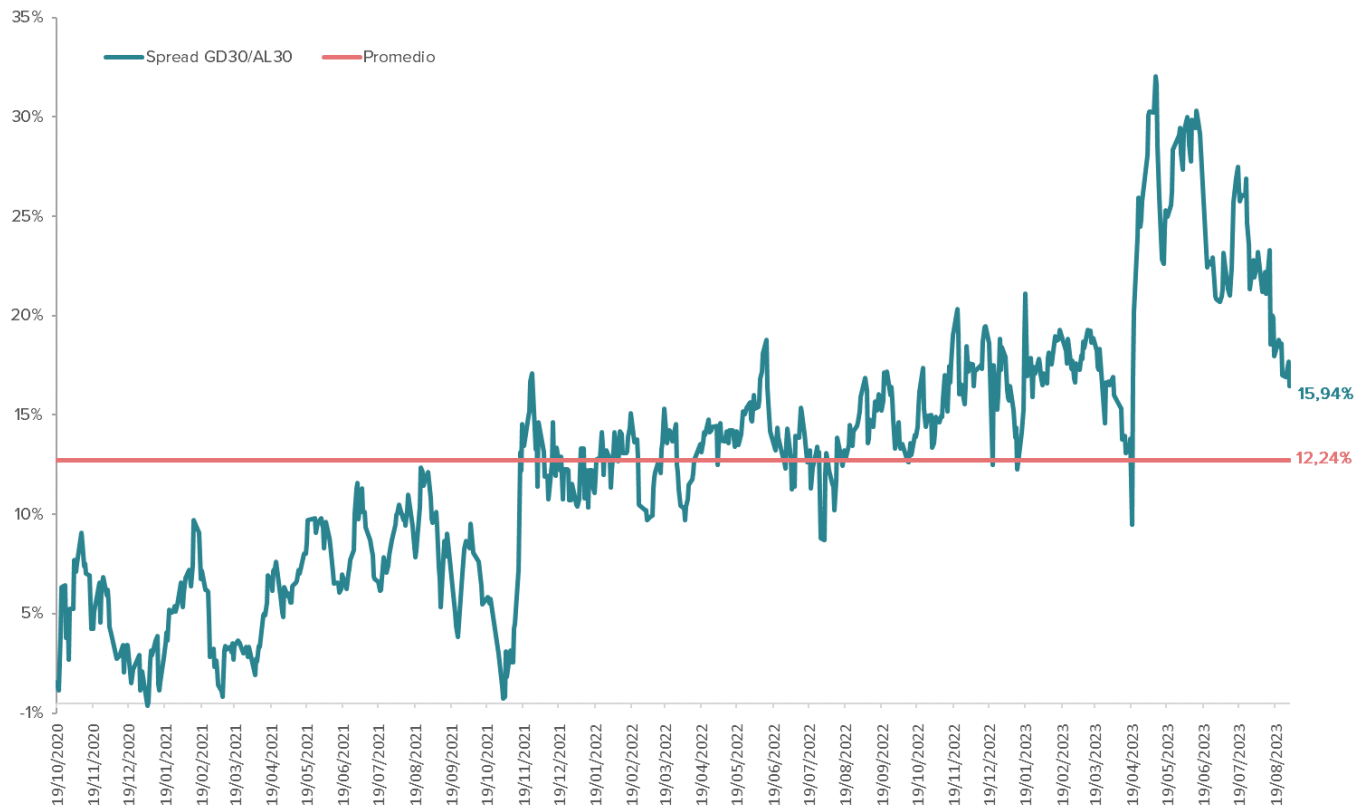
AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por otra parte se sigue observando una compresión en el spread de jurisdicciones entre el AL30 y su par con Ley NY, que pasó de niveles en torno al 22% en la semana posterior a las elecciones a los niveles actuales de 16%, acercándose de esta forma al promedio histórico de 12,24%.

Spread de Jurisdicción GD30/AL30



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

De aquí en adelante se puede esperar mayor volatilidad en la deuda soberana mientras el mercado incorpora las distintas definiciones que puedan dar los equipos económicos de los distintos candidatos dando lugar a mejores puntos de entrada en el corto plazo. Mientras que en el largo plazo seguimos viendo valor en la deuda con un nuevo gobierno que lleve a cabo un reordenamiento fiscal y logre estabilizar la economía.

EQUITY ARGENTINO

El S&P Merval continuó su camino ascendente durante la semana acercándose nuevamente al máximo de USD 886 (en CCL y ajustado por inflación de EE. UU.) registrado durante la gestión del actual gobierno. Con la temporada de balances prácticamente finalizada se puede llegar a concluir que la valuación actual de las acciones argentinas responde en general más a una búsqueda de cobertura que a fundamentals. La pregunta clave es **¿qué valuaciones están dispuestos a convalidar los inversores por un equity argentino cuyo potencial de suba se basa puramente en expectativas futuras?**

Ayer el mercado comenzó una toma de ganancias que continúa hoy; si bien las acciones presentan una cobertura frente a devaluaciones y sirven de refugio de valor frente a una aceleración de la nominalidad, dicha cobertura no es perfecta. **Obviamente el potencial al alza queda siempre supeditado a la posibilidad de incrementar ventas, lograr un crecimiento en las ganancias y acceder a financiamiento para continuar con su expansión.** Pero para todo ello debe darse una normalización de la macro que no es exactamente lo que se avizora en el corto y mediano plazo.

Es por ello que creemos que un análisis de escenarios puede arrojar luz sobre el sendero que tomará el S&P Merval. La asignación de probabilidades a cada escenario es, tal vez, el punto de mayor dificultad puesto que el resultado de las PASO dejó el desenlace abierto: elección de tres tercios.

Escenario	Ordenado
¿Qué implica?	Argentina se encamina hacia una normalización de sus variables macro
Valuación del S&P Merval	Subvaluado: Upside
Curso de acción	Incrementar exposición
Claves a monitorear	Candidato pro-mercado en el poder con apoyo para gobernar y realizar reformas
Escenario	Continuidad
¿Qué implica?	La macro continúa como está: tasas de inflación elevadas, déficit fiscal, cepo y sin reformas profundas
Valuación del S&P Merval	Valuado a Sobrevaluado: Cautela
Curso de acción	Mantener o reducir exposición: compra de calls 2025
Claves a monitorear	Massa se posiciona como el próximo presidente
Escenario	Desordenado
¿Qué implica?	Crisis: Hiperinflación, devaluación descontrolada, caos social y/o político
Valuación del S&P Merval	Sobrevaluado: Reducción
Curso de acción	Reducir exposición: compra de calls a 2025
Claves a monitorear	Oposición con dificultad para gobernar. Inflación y FXs descontrolados

Hoy el S&P Merval se encuentra casi equidistante del mínimo alcanzado durante la pandemia y del máximo de 2018. Sin dudas si la Argentina se encamina hacia un sendero en el que la macro se vaya normalizando y comience a generarse un clima propicio para que las empresas incrementen ventas, ganancias y expansiones el potencial de suba es elevado. Qué pasa en el corto y mediano plazo, dependerá de cuál escenario vaya perfilándose como el más probable. Una opción para no estar tan expuesto a potenciales

efectos de escenarios adversos es reducir la posición y comprar algún call de acciones líquidas al 24/25. De esta manera uno pagaría una prima que en caso de materializarse dicho escenario se perdería pero en el caso que el escenario fuera el “ordenado” se llevaría el upside.

La otra estrategia es sobreponderar aquellos segmentos que pueden hacer un mejor pass-through de inflación y/o devaluación: materiales (ALUA, TXAR) y servicios: BYMA y el sector oil & gas que presenta drivers genuinos de crecimiento por el potencial de Vaca Muerta: VIST, YPF, TGSU2, PAMP.

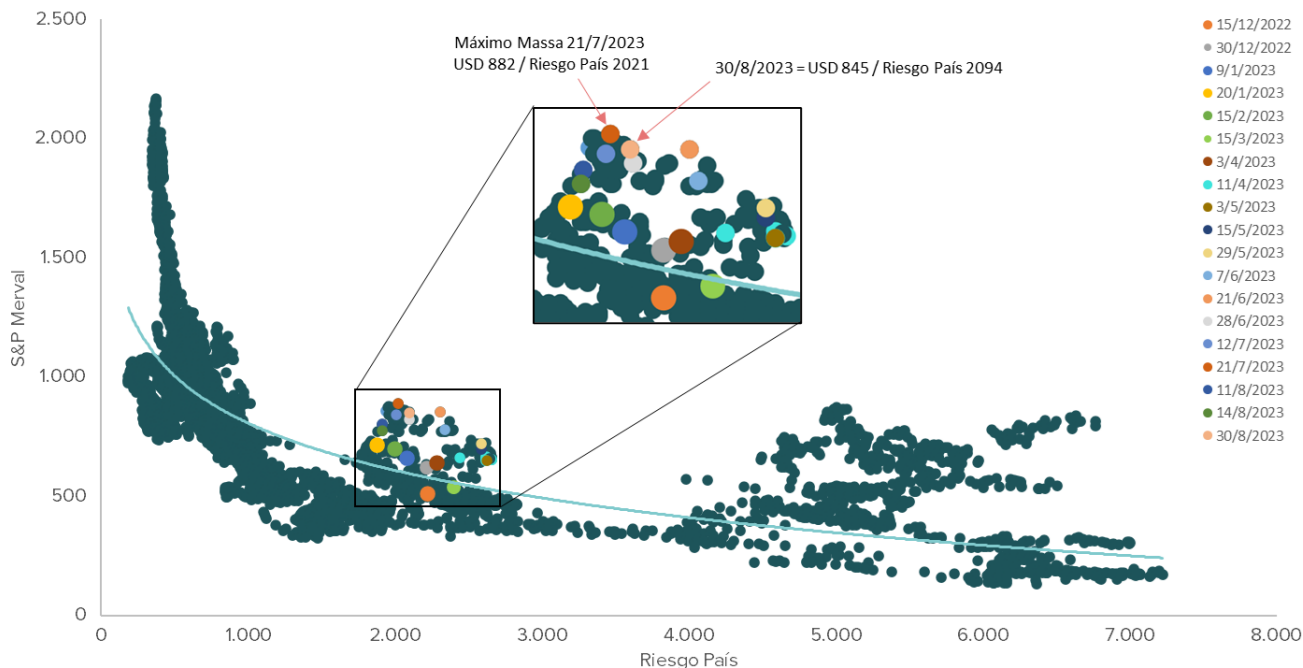
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

La mejor forma de evaluar es, tal vez, analizando la relación entre el S&P Merval en USD y los niveles históricos de riesgo país. En dicho análisis se observa claramente que **el mercado percibe que el sector privado posee un nivel de “riesgo país” menor al que presenta Argentina como estado soberano.**

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



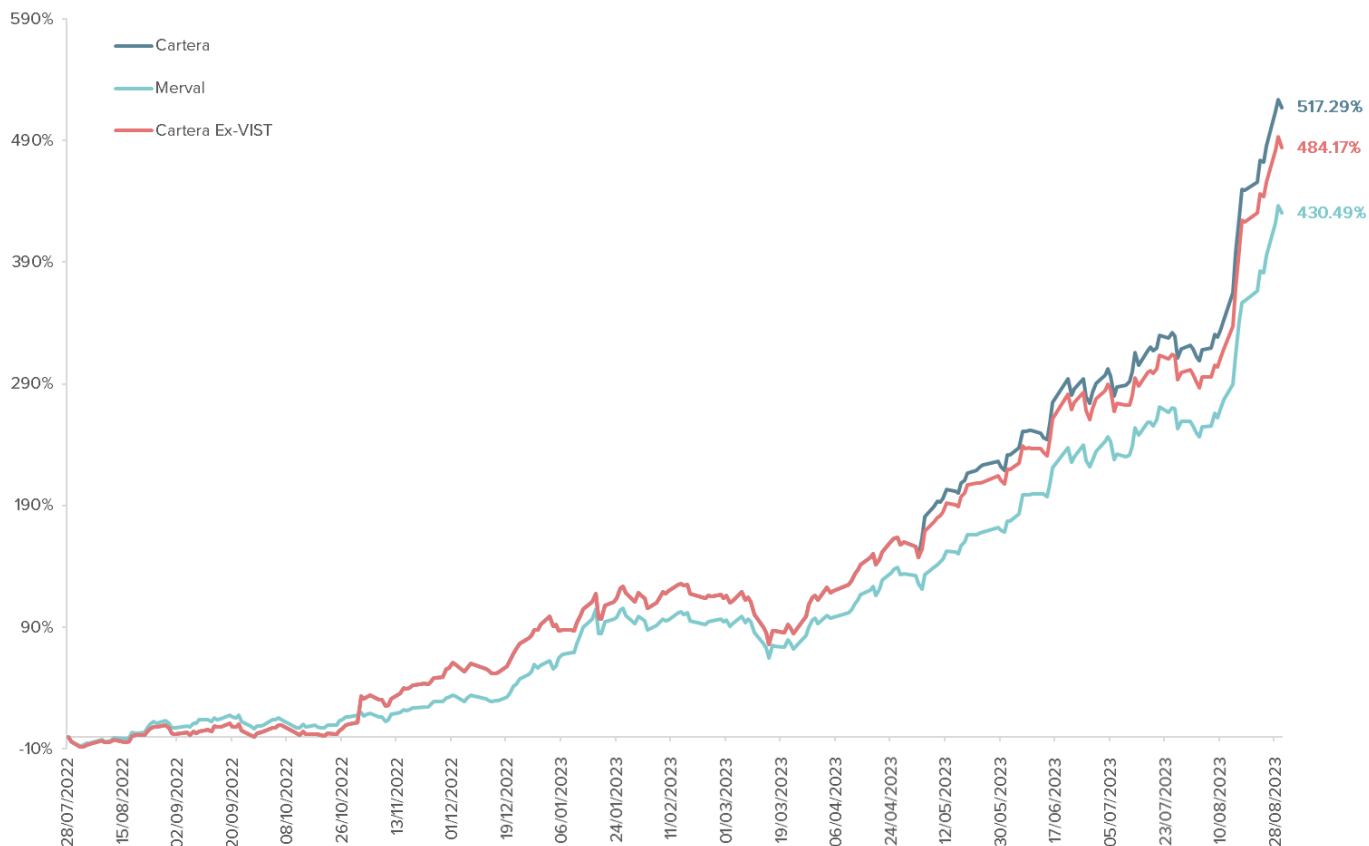
Pareciera que los inversores convalidan niveles de sobrevaluación del equity argentino hasta un máximo de 50% por sobre los niveles de riesgo país asociados; pero qué más allá de ese punto se termina el “cobertura mata fundamental”.

Desvío S&P Merval contra Correlación

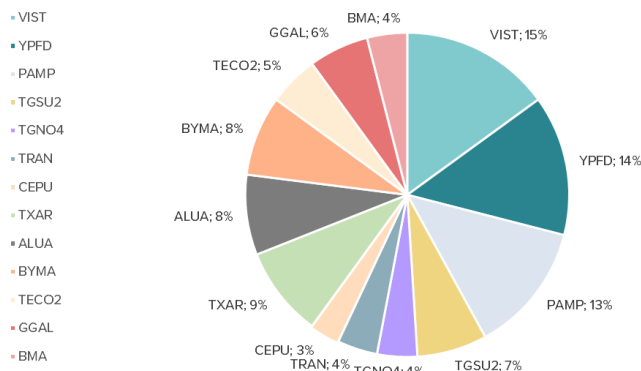


Nuestra cartera de equity argentino continúa arrojando una performance muy superior a la de nuestro benchmark -el S&P Merval- situándose 868 bps por encima del rendimiento de dicho índice.

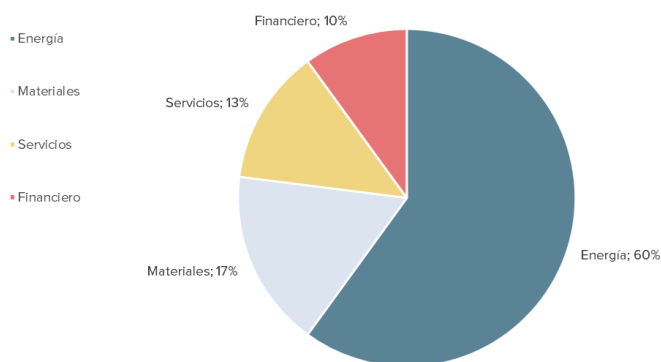
Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval (28/07/22 - 30/08/2023)



Cartera de Equity Argentino



Cartera de Equity Argentino por sector



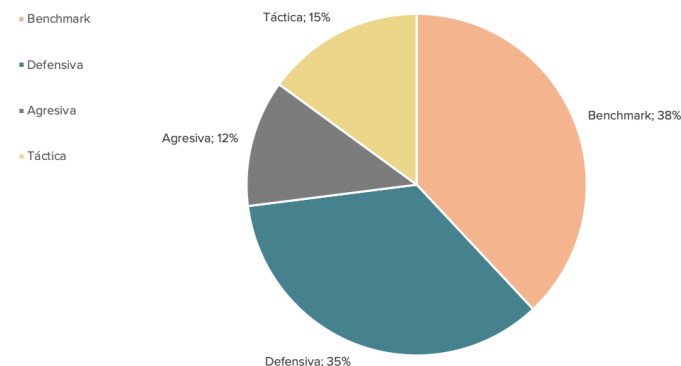
El terreno perdido por estar sub-ponderados en el sector financiero mientras ocurría el rally de los bancos, se vió compensado con la recuperación que tuvieron las acciones energéticas luego de la devaluación. **Por el momento y dada la incertidumbre que pesa sobre el sector financiero consideramos que la estrategia de subponderar dicho sector continúa siendo la que presenta la mejor relación riesgo-retorno.**

CARTERA DE CEDEARS

Esta semana realizamos un re-balanceo de la [cartera](#) de CEDEARs en el que realizamos algunos cambios significativos pero que no alteran nuestra visión de mantener una cartera más defensiva.

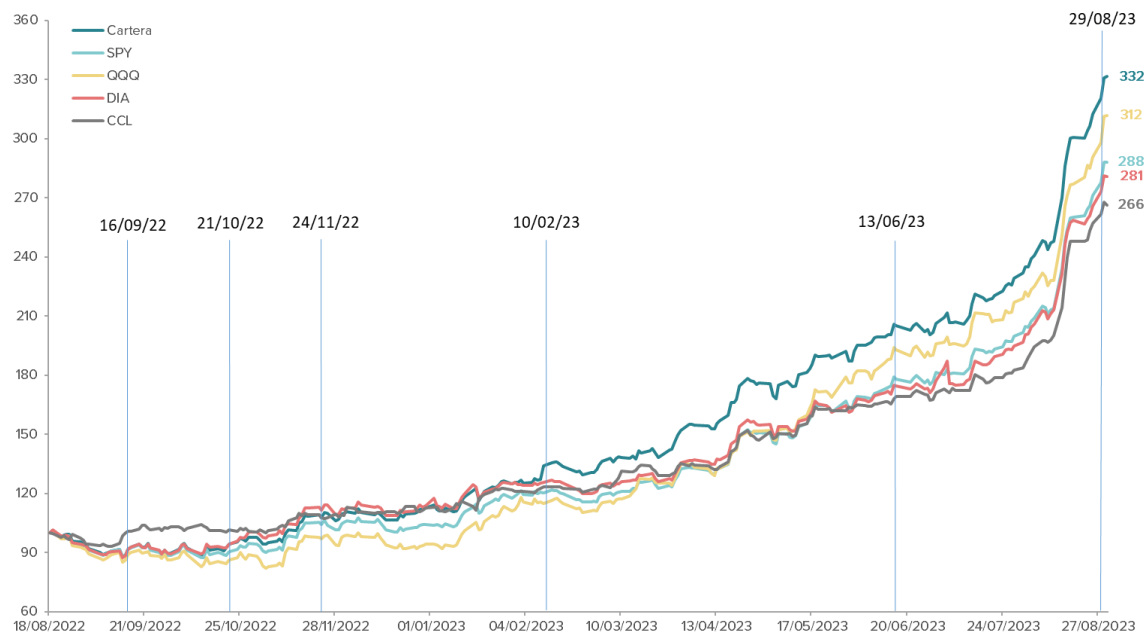
	8/18/22	9/16/22	10/21/22	11/24/22	10/2/23	13/6/2023	29/8/23
Benchmark							
SPY	25%	25%	25%	25%	20%	25%	25%
BRKB	10%	10%	10%	10%	9%	10%	10%
DIS	-	-	-	5%	5%	3%	3%
Defensiva							
DIA	15%	15%	25%	25%	25%	20%	15%
UNH	-	-	-	-	-	-	5%
KO	12%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Agresiva							
QQQ	10%	15%	-	5%	-	8%	6%
MSFT	6%	5%	-	-	3%	-	3%
GOOGL	5%	5%	5%	-	3%	3%	-
META	-	-	5%	5%	3%	-	-
NVDA	-	-	0%	-	-	-	3%
TSLA	-	-	-	-	-	3%	-
Táctica							
XLE	7%	10%	10%	6%	-	4%	-
EWZ	10%	-	5%	-	-	-	-
EEM	-	-	-	-	7%	5%	-
BABA	-	-	-	-	-	4%	-
VIST	-	-	-	4%	10%	-	5%
TXR	-	-	0%	-	-	-	5%
MELI	-	-	-	-	-	-	5%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Cartera de CEDEARs por estrategia



La cartera ha probado ser un excelente instrumento de cobertura de tipo de cambio pero, incluso, ha presentado un retorno mayor al de nuestro benchmark, el S&P 500 (SPY) y demás índices del mercado americano: Dow Jones Industrial (DIA) y Nasdaq-100 (QQQ).

Performance de la cartera CEDEARs vs Benchmark (SPY, QQQ, DIA y CCL)



Fuente: IEB en base a BymaData y Refinitiv

GRUPO IEB

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

Tel: (+54 11) 5353-5500

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

IEB RESEARCH

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

fherrera@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.