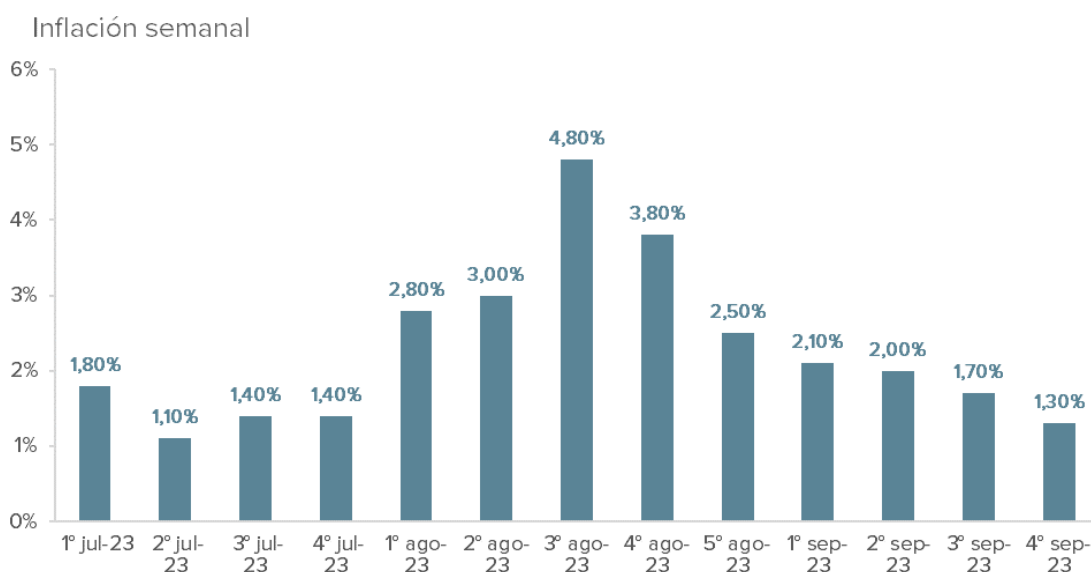


12 de octubre de 2023

Argentina Weekly

Acelerando: más inflación, más tasas, más brecha

Hoy el Indec dió a conocer el dato de inflación nacional para el mes de septiembre, 12,7%. La aceleración de la inflación y el incremento de la brecha forzaron finalmente a la autoridad monetaria a incrementar la tasa de interés de referencia a 133% TNA.



Fuente: IEB en base a Secretaría de Política Económica

A pesar de significar una desaceleración con respecto a agosto, continúa representando un nivel muy elevado históricamente.. Esto propicia una caída en la demanda de pesos, reflejada en la continuación de las salidas masivas de depósitos a plazo fijo desde la semana posterior a las PASO. Desde el 18 de agosto hasta principios de la semana, los plazos fijos en pesos ajustados por inflación presentaron una caída del 16%, adjudicada a la pérdida frente a la inflación de este tipo de inversión, y apuntando desde el oficialismo a los dichos de Milei contra el peso. En este contexto de elevada inflación y con tasas reales negativas se espera que el BCRA comunique una suba de tasas, intentando tornar más atractiva la inversión en pesos.

Plazos Fijos sector privado en ARS (Ajustados por inflación)



Fuente: IEB en base a BCRA e Indec

Por otro lado, el rechazo a los pesos se hizo notar en los FXs financieros, los cuales presentaron subas que los llevaron a niveles récord, tanto nominales como en términos de brecha.

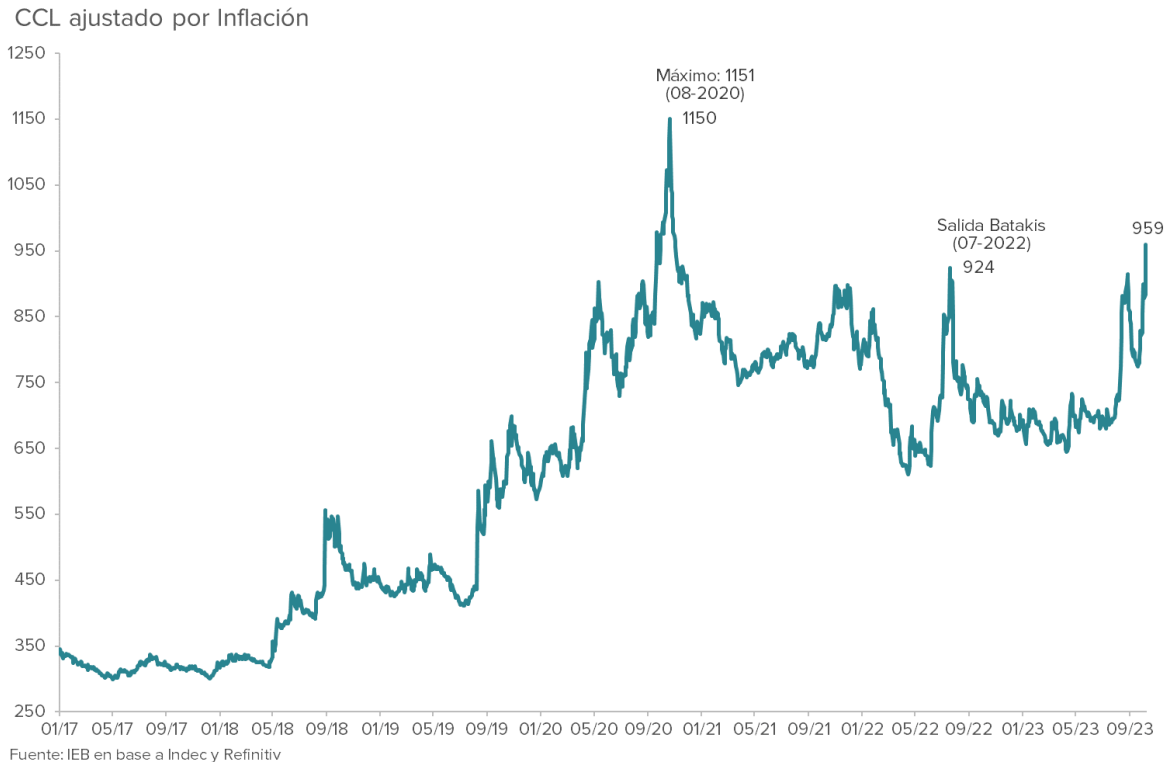
Brecha CCL/Oficial



Fuente: IEB en base a Refinitiv y BCRA

En la semana el CCL tocó \$960, representando un máximo de brecha de 174%, muy por encima de los máximos alcanzados en julio de 2022 en medio de la crisis por la salida de Guzmán y Batakis. Al

analizarlos en términos reales la situación no mejora, alcanzando máximos por encima de los de julio-22 aunque aún por debajo de los alcanzados en plena pandemia.



Esta suba responde tanto a los reducidos incentivos para acumular pesos como al retorno de las ventas en el MULC por parte del BCRA y al nivel de reservas: en la última semana la autoridad monetaria se desprendió de USD 600 MM, perdiendo lo acumulado en todo el mes de septiembre y con montos diarios en niveles observados por última vez a principios de abril. Este desprendimiento de divisas no tiene en cuenta la intervención oficial en el mercado secundario con el fin de contener las cotizaciones financieras, con lo cual la sangría de dólares posiblemente haya resultado aún mayor.

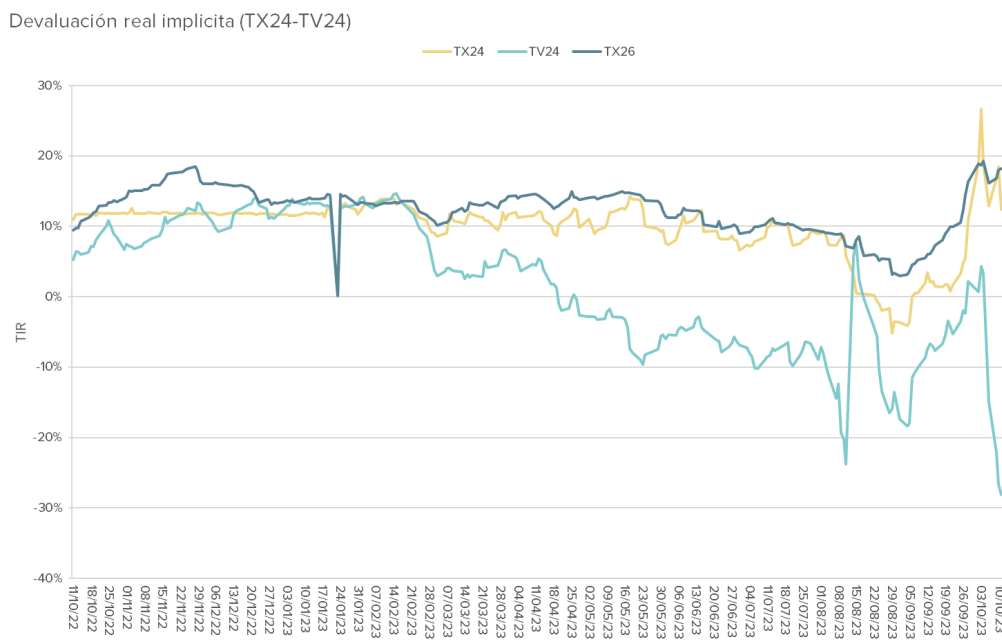
En el afán de contener la escalada de los dólares, el gobierno ajustó el cepo con CNV publicando en la semana una nueva regulación estableciendo nuevos plazos de parking y límites a la operatoria para inversores extranjeros y locales. Entre los puntos principales se destaca la exigencia de un día hábil de parking para valores negociables emitidos bajo ley argentina y de cinco para aquellos emitidos bajo ley extranjera, buscando reducir el volumen de operaciones en los bonos GD para lograr más efectiva la intervención en los AL, con mayor tenencia por parte de organismos públicos.

Finalmente, hoy se llevó a cabo la primera vuelta de la licitación del Tesoro en la cual buscaba renovar vencimientos por \$760.000 MM. El Tesoro ofreció dos lecers (enero y febrero), dos duales (TDJ24 y TDG24) y dos DL (TV24 y TV25). El Tesoro logró una tasa de rollover de 104,7% concentrando 41% de la oferta en el Dual Junio (TDJ24).

DEUDA EN PESOS

Ya hacia finales de la semana pasada se reactivó la demanda por cobertura cambiaria a través de títulos Dollar Linked y Duales, mientras que los títulos CER aún continúan mostrando cierta fragilidad con TIRs por arriba de las previas a las semanas en las cuales la deuda en pesos estuvo bajo stress.

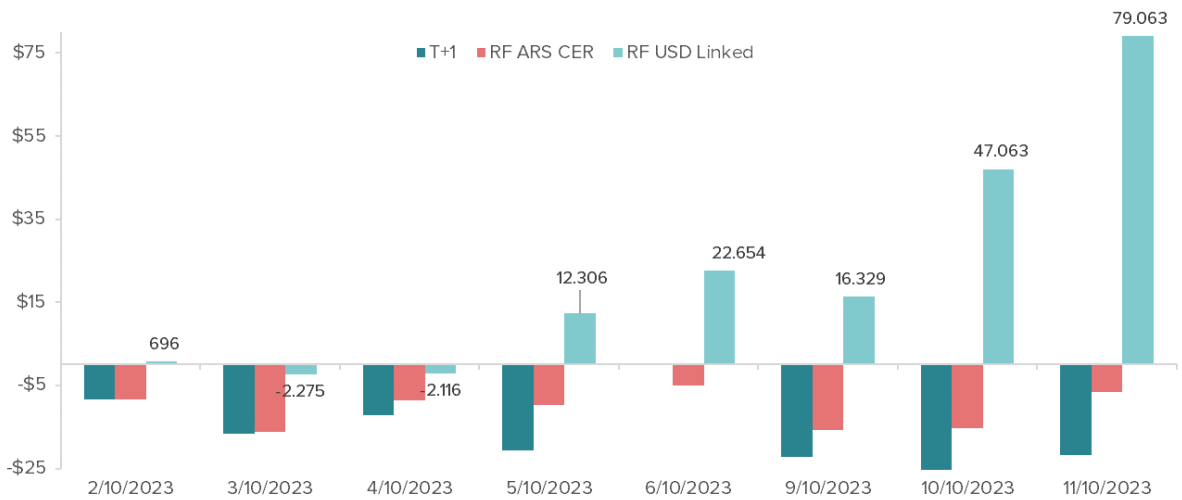
Esta disociación entre las curvas DL y CER hace que los activos TV24 y TX24 pricean una devaluación real de 40% para marzo del 2024, ya que la TIR del TV24 se encuentra en DL-28% contra el TX24 que opera en CER+12%. De esta forma los activos Dólar Linked comprimieron hasta niveles similares a la semana previa de las PASO.



Fuente: IEB en base a a Refinitiv

Con respecto a los flujos de los FCI, se intensifican las suscripciones a los fondos Dólar Linked que ayer recibieron flujos por \$79.063 MM explicando la fuerte recuperación que mostraron este tipo de activos. Mientras que los fondos T+1 y CER acumulan rescates por \$128.700 MM y \$85.500 MM durante el mes de octubre respectivamente.

Flujos de Fondos Comunes de Inversión (en ARS MM)



Fuente: IEB en base a 1816

Esta semana el BCRA se estima intervino hasta el día de ayer por casi \$80.000 MM en el mercado secundario, lo que sugiere que la recuperación de las curvas de la deuda en pesos fue genuina.

Ante la fuerte compresión de los DL y Duales, vemos interesantes como cobertura cambiaria para luego de las elecciones los sintéticos DL octubre a través de la lede octubre o la lecer noviembre que permiten cubrirse de un eventual salto del tipo de cambio oficial en la semana posterior a las elecciones con retornos superiores a los bonos DL. El sintético DL vía la lede octubre ofrece un spread de devaluación+1,37% mientras que si se lo hace con la lecer noviembre el spread se ubicaría en devaluación+96,3%.

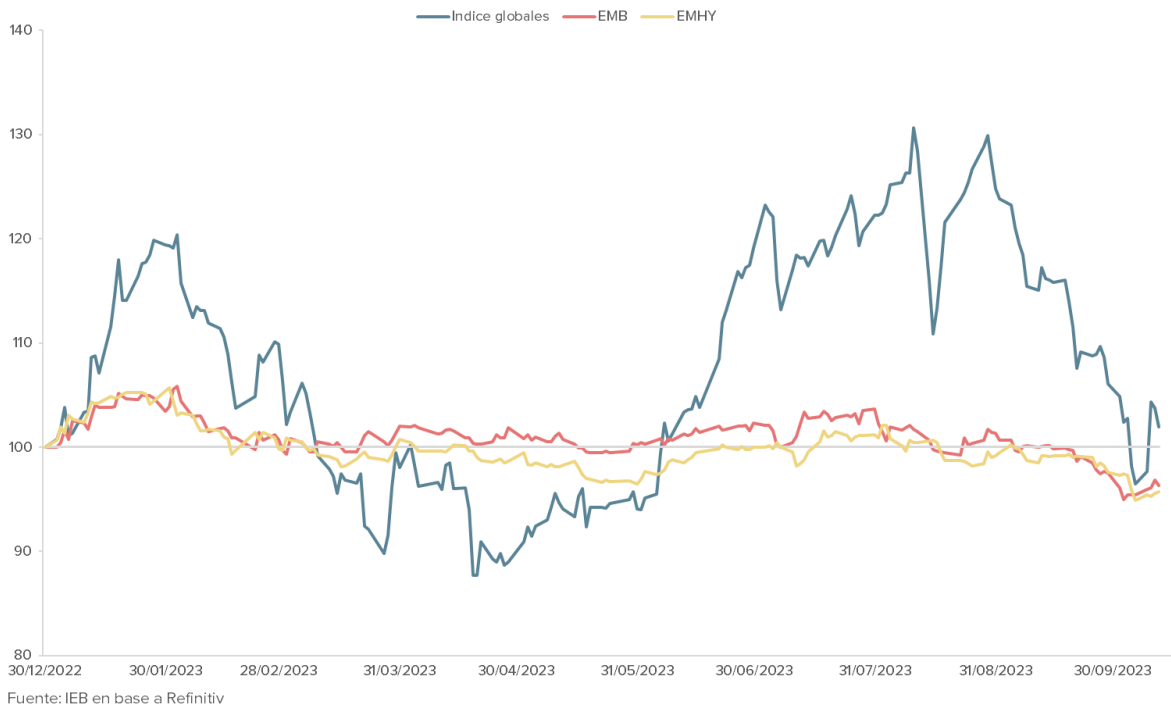
Sintéticos	Supuesto de TIR	Liquidacion	Vencimiento	TEA subyacente	TEA futuro	DL + Spread
S3103-Rofex Oct	-	5/10/2023	31/10/2023	195,1%	191,1%	1,37%
X23N3-Rofex Oct	10,0%	5/10/2023	31/10/2023	471,5%	191,1%	96,30%

BONOS SOBERANOS

Luego de la fuerte corrección que sufrió la deuda soberana que la devolvió a niveles de principios de junio, con los distintos tramos de la curva sufriendo pérdidas en torno al 25%, esta semana finalmente está logrando cierta recuperación. Los bonos soberanos suben 5,25% en promedio en lo que va de la semana ayudados por las condiciones globales en algún punto ya que las tasas de los bonos americanos caen. Las tasas de diez y dos años caen 0,10% y 0,08% respectivamente, desde los máximos de la semana pasada.

La recuperación de esta semana vino de la mano de un buen desempeño del EMB y de la deuda emergente high yield, que hasta ayer subieron 1,47% y 0,72% en la semana. La deuda argentina acompañó esta tendencia pero al tener un Beta alto las variaciones se ven amplificadas.

Performance YTD Globales vs EMB vs EMHY



En el plano local, la depreciación de la moneda local no parece haber afectado a los activos argentinos que frente a una huida del peso en las últimas semanas que se evidencia en una fuerte contracción de los plazos fijos principalmente, cualquier activo dolarizado parece funcionar de cobertura en este contexto de tensión cambiaria y alta incertidumbre.

Los bonos más líquidos, GD30 y AL30, también se recuperaron con el global subiendo en mayor medida y ampliando el spread de jurisdicciones a casi 17%. Por otra parte, el AL30 continúa operando en niveles muy por debajo de los valores de recuperos históricos más agresivos de USD 30 y a pesar de que el mercado espera una transición complicada que puede reflejarse en periodos de alta volatilidad en el corto plazo, los retornos que ofrece en caso de recuperar las paridades previas a las PASO son muy interesantes. El retorno que se obtendría en una recuperación que lleve el precio del bono a los máximos de agosto es de 23%.

AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Nuevamente el BCRA aumenta la intervención en los dólares financieros destinando USD 80 MM diarios a contener las cotizaciones, principalmente focalizando la intervención en el MEP. De esta forma se estima que ya utilizó algo más de USD 600 MM para este fin en lo que va del mes.

Con respecto a los spreads de jurisdicciones, se percibe elevado el spread entre el GD38 y el AE38, por lo que resultaría conveniente pasarse de GD38 al AE38.

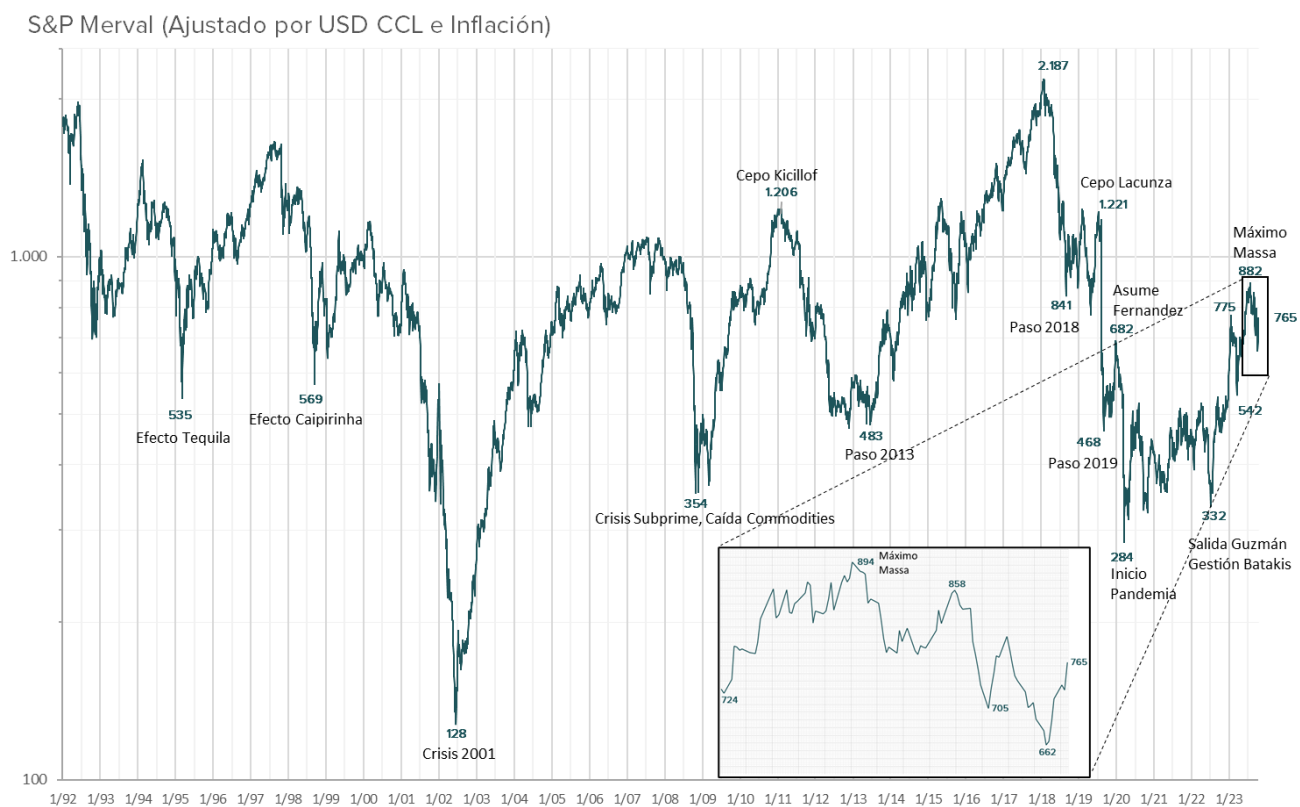
Spreads Jurisdicciones				
	12/10/2023	Prom 6 meses	Máx 6 meses	Min 6 meses
GD29/AL29	4,59%	13,31%	27,01%	4,44%
GD30/AL30	16,97%	21,78%	31,53%	12,98%
GD35/AL35	10,25%	6,83%	21,50%	-1,36%
GD38/AE38	15,65%	12,99%	23,60%	5,11%
GD41/AL41	12,19%	12,09%	24,67%	-1,37%
Arbitraje				
GD29/GD35	-1,8%	6,6%	14,3%	-4,8%
GD29/GD38	-15,8%	-11,5%	-2,7%	-25,8%
GD30/GD35	9,5%	10,3%	17,0%	-1,6%
GD30/GD38	-6,1%	-8,4%	2,1%	-23,0%
GD38/GD35	16,7%	20,7%	37,0%	10,0%

En la última semana previa a las elecciones la volatilidad prevalecerá ya que a la incertidumbre política se le suma la macro mostrando signos de deterioro con la brecha cambiaria en niveles récords y caída de la demanda de dinero.

EQUITY ARGENTINO

Tras la caída en el S&P Merval que lo llevó a valores de USD 600, el índice retomó su sendero alcista subiendo un 6,6% WTD para posicionarse nuevamente por encima de los USD 700, llegando a los USD 765 al cierre de ayer.

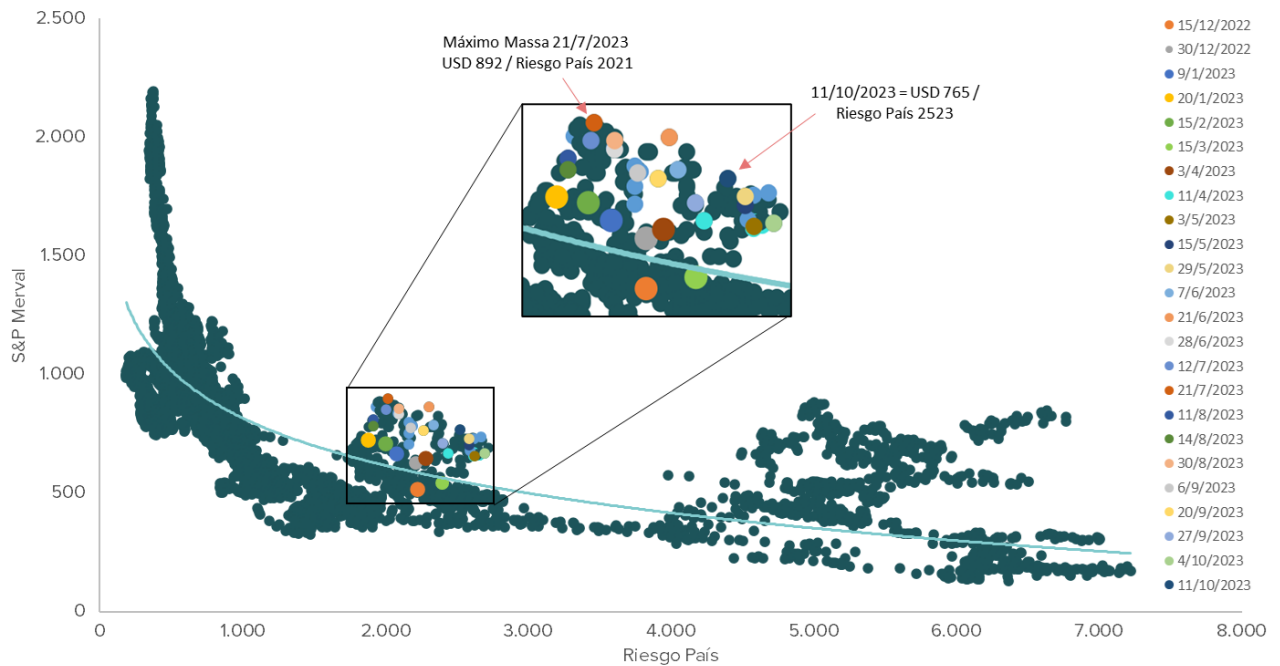
De esta forma, el mercado de equity argentino mostró tener una relación positiva con las variaciones de los FX Financieros en la última semana, lo que da cuenta de que los inversores continúan priorizando la cobertura cambiaria a través de acciones por sobre los fundamentales de las compañías argentinas.



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

Junto con la caída en el riesgo país, la correlación entre el S&P Merval y los valores históricos de riesgo país se alejaron nuevamente de valores razonables, lo que nos lleva a confirmar que el mercado continúa prefiriendo el riesgo privado por sobre el riesgo soberano.

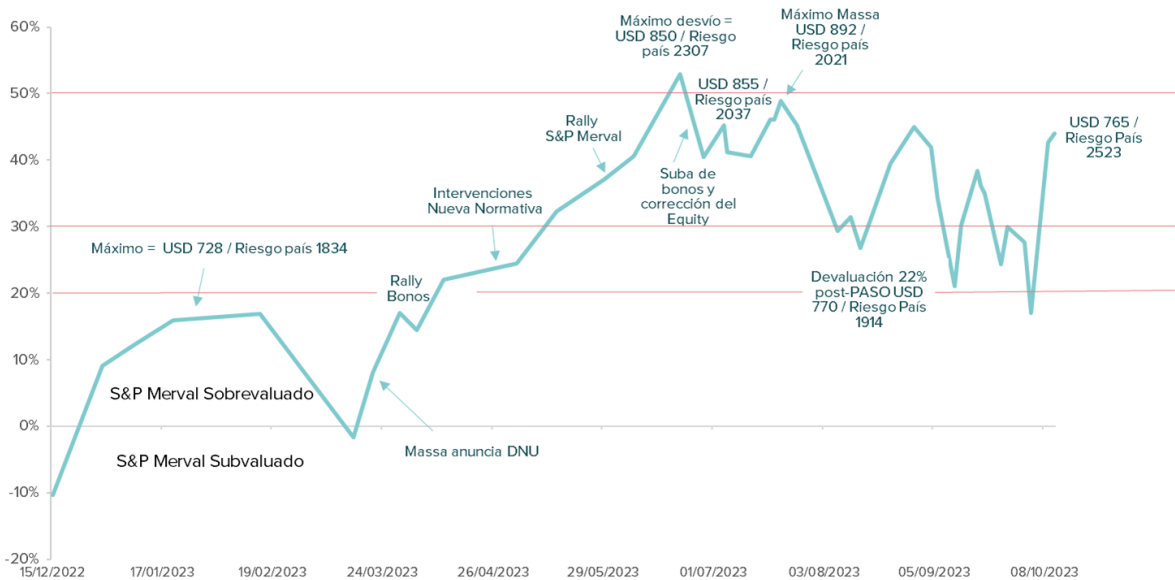
Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Nuevamente, el desvío se acerca a niveles máximos de sobre-valoración, volviendo a tocar el 44% por sobre los niveles de riesgo país actuales.

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

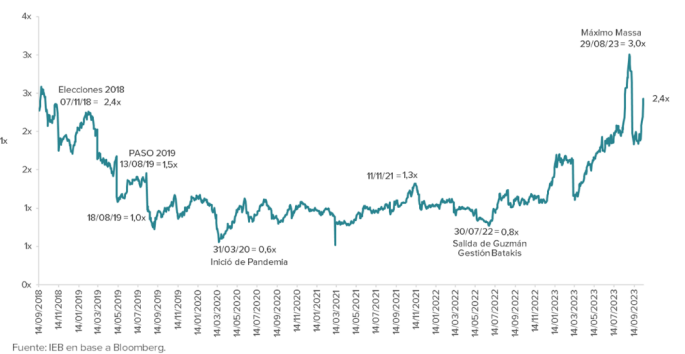
A solo diez días de las elecciones presidenciales, los múltiplos de valuación del S&P Merval vuelven a mostrar un comportamiento similar al visto en el periodo pre-PASO, sin embargo, no vemos a las empresas argentinas acompañando la suba en los precios de sus acciones con resultados acordes a los mismos en el corto plazo, dado el complejo contexto local.

S&P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

S&P Merval Price to Book Ratio



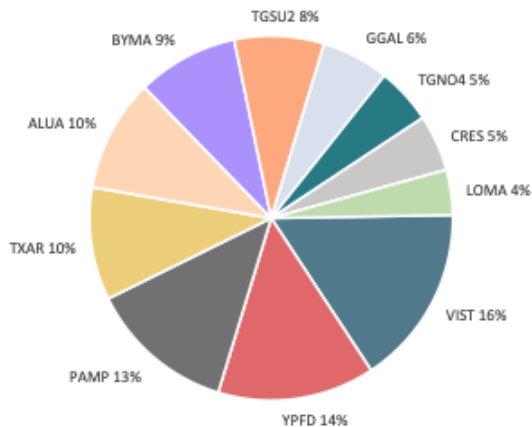
Fuente: IEB en base a Bloomberg.

Ante un mercado que se mueve en busca de cobertura, continuamos prefiriendo una cartera de acciones compuesta por aquellas empresas que cuentan con drivers genuinos para continuar creciendo, como es el sector de Oil & Gas (VSTA, YPF, PAMP, TGS, TGN) y el Agro & Real Estate (CRES) ante una normalización de la próxima campaña.

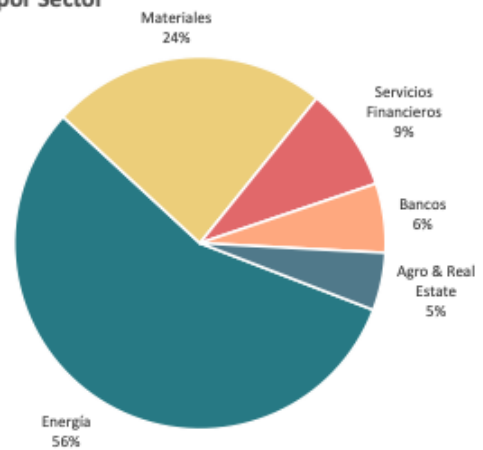
Así mismo, nos gustan aquellas compañías que cuentan con la posibilidad de realizar un buen pass-through de inflación/devaluación, o bien, cuentan con gran parte de sus ventas atadas a precios internacionales (TXAR, ALUA, LOMA). También, nos parece atractivo posicionarse en acciones del sector financiero no bancario, como es BYMA, de manera de obtener un componente defensivo, dados sus ingresos por honorarios sobre instrumentos que ajustan por tipo de cambio e inflación y su fuerte posición en instrumentos de bajo riesgo atados a tasas internacionales.

Esta estrategia ha mostrado una buena performance en nuestra cartera de equity argentino, permitiéndonos obtener un rendimiento anualizado superior al de nuestro benchmark - el S&P Merval - en un 27,35% durante el 2023.

Cartera de Equity Argentino

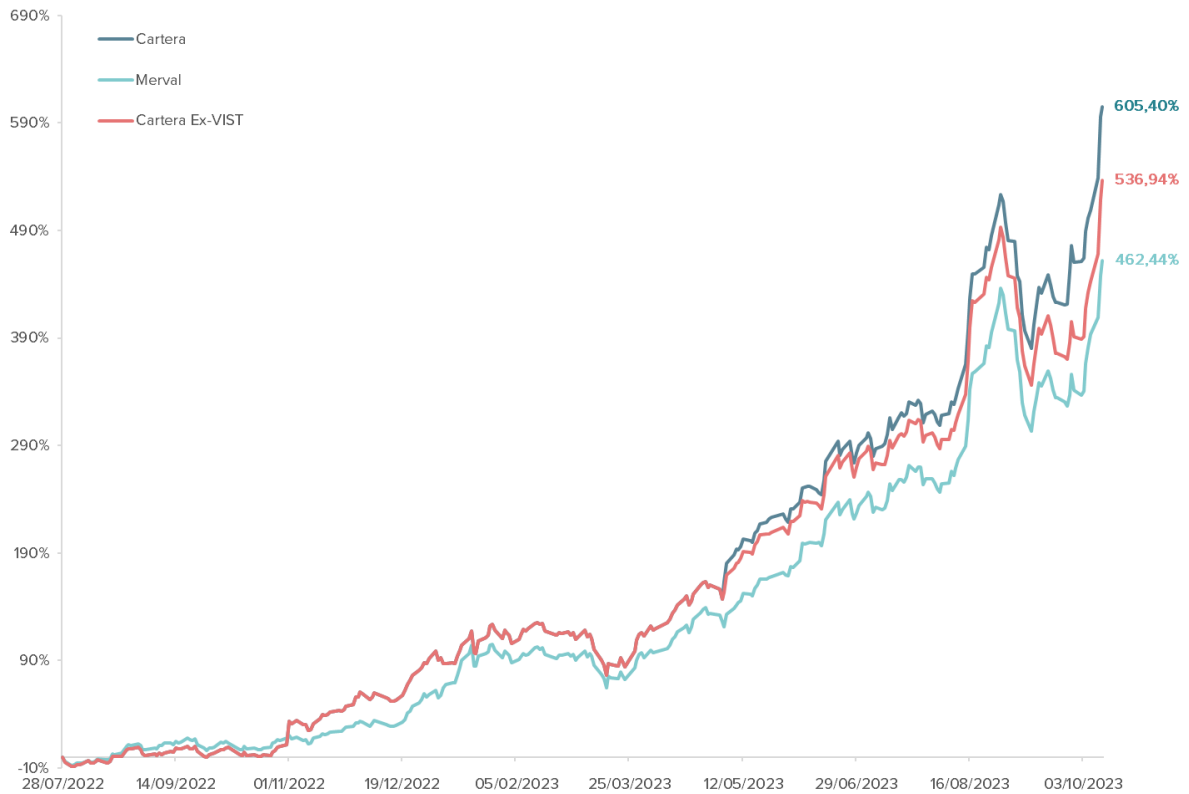


Cartera por Sector



2023													
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Rto. Anualizado
Cartera	13,76%	-2,21%	-0,42%	22,36%	22,48%	22,42%	8,16%	41,45%	-6,07%	25,82%	-	-	480,86%
S&P Merval	25,47%	-2,40%	-0,70%	21,26%	14,81%	24,61%	7,24%	42,98%	-13,93%	27,37%	-	-	453,51%

Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval



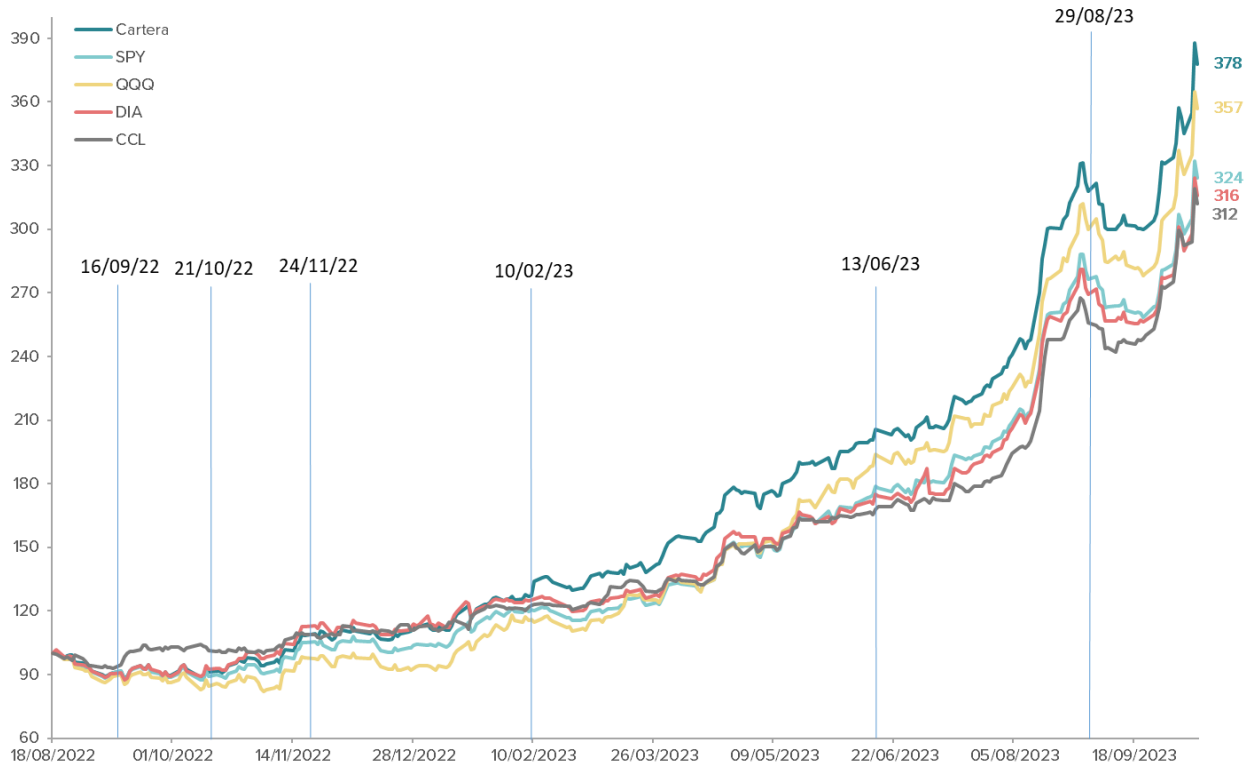
CARTERA DE CEDEARS

En el plano internacional, nuestra cartera de CEDEARs mostró un leve retroceso acompañando los principales índices del mercado estadounidense, mostrando tener un comportamiento más defensivo que nuestro benchmark; el SPY (S&P 500) y también que el DIA (Dow Jones Industrial) y QQQ (Nasdaq-100).

Es así como nuestra cartera alcanza un rendimiento anualizado 25,35% por encima de nuestro benchmark, el SPY (S&P 500), y ha mostrado brindar una buena cobertura frente al dólar CCL.

2023													
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Rto. Anualizado
Cartera	11,66%	3,94%	16,33%	16,01%	6,10%	10,39%	12,34%	38,93%	2,72%	14,16%	-	-	235,72%
SPY	13,86%	-2,48%	14,33%	13,75%	8,22%	11,29%	11,19%	38,99%	0,21%	15,23%	-	-	210,36%
DIA	10,50%	-4,21%	12,78%	14,13%	4,55%	9,39%	11,20%	38,32%	1,62%	14,06%	-	-	177,79%
QQQ	18,83%	-0,27%	20,66%	12,49%	16,12%	11,41%	11,59%	39,40%	0,24%	16,78%	-	-	278,97%
CCL	7,61%	0,79%	0,79%	8,59%	11,36%	4,58%	7,37%	42,45%	4,01%	14,72%	-	-	177,20%

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 - Equity

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.