

16 de marzo de 2023

# Argentina Weekly

## Ajustarse el cinturón de seguridad: turbulencias por delante

**El dato de inflación superó hasta a las peores estimaciones confirmando que la economía ha ingresado en una fase de incremento de su nominalidad. Si estimábamos dicho piso en un 6%, hoy tranquilamente podemos situarlo en 6,5%.** El bajo nivel de reservas y un pedido del FMI de evitar la recompra de deuda soberana se tradujo en un movimiento de más de 6% en dicho FX financiero y caídas en el precio de los bonos soberanos que se han desacoplado del EMB.

**El contexto internacional también juega un papel negativo en los activos argentinos:** la deuda soberana y el mercado de acciones reaccionaron negativamente a la volatilidad que se registra producto de la incipiente crisis bancaria de la cual aún no sabemos el desenlace final. **Así durante la semana nuestro índice de bonos soberanos registró una baja de 10% y el S&P Merval (CCL) lo hizo un 20%.**

En este contexto de volatilidad externa e interna consideramos importante volver a los criterios de asimetría de riesgos a la hora de modificar la cartera y comenzamos un proceso de dolarización de la misma, dado que un salto en el CCL puede comerse el rendimiento de semanas de tasa en un par de días.

### TRADING IDEAS

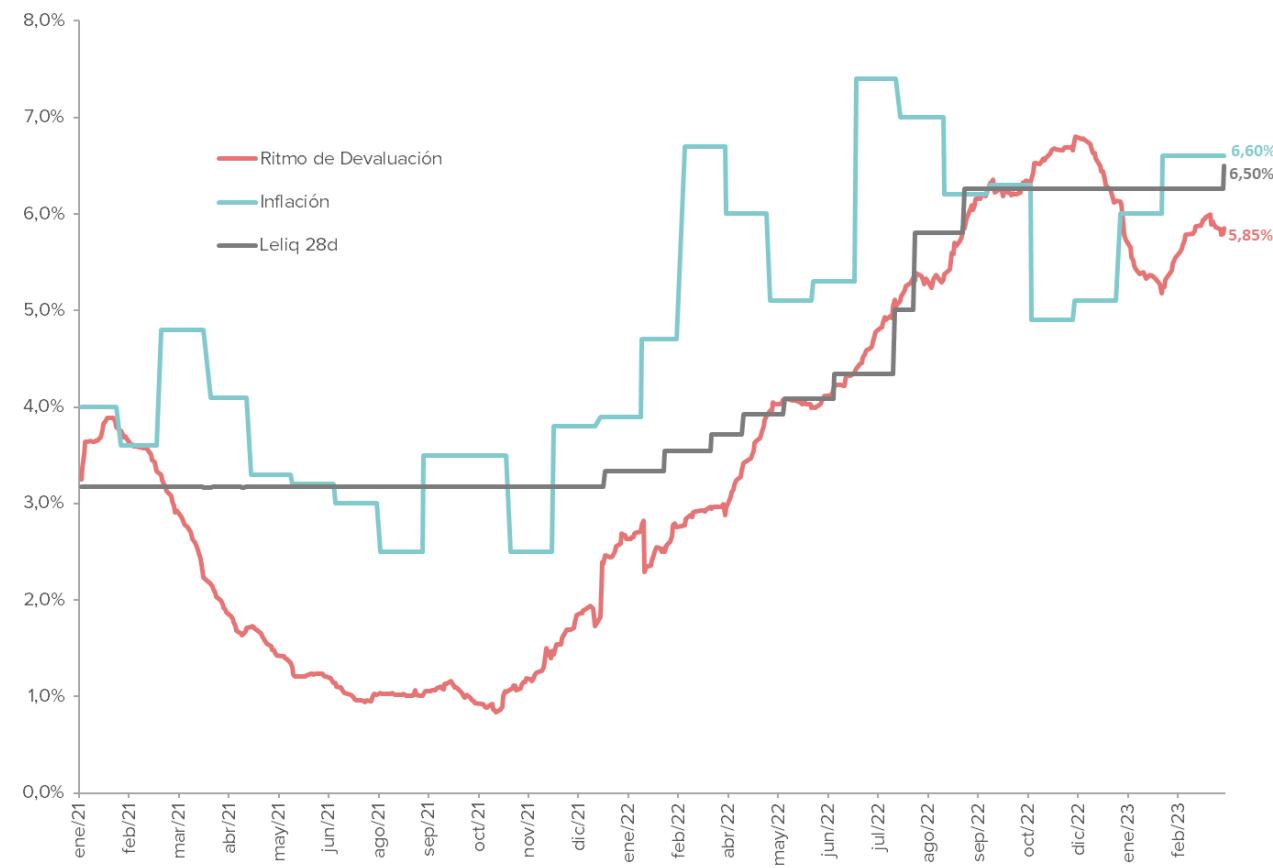
- Nos gustan particularmente la Lecer de junio (X16J3) y creemos que existe una [interesante posibilidad de arbitraje](#) de tasa fija de corto e instrumentos DL en favor de CER.
- Encontramos atractivo en el largo plazo en el AL30 ver nuestro [informe](#).

## ECONOMÍA

Analizamos en detalle los aspectos que consideramos más relevantes de la macro argentina: Inflación, Acuerdo con el FMI y Reservas.

**1. Inflación:** El dato de inflación de 6,6% para el mes de febrero que dió a conocer el INDEC esta semana estuvo por encima de las expectativas del mercado, el cual se encontraba en torno al 6,2% según el REM, publicado la semana anterior. De esta forma, la inflación acumuló un alza de 102,5% en los últimos 12 meses. Siendo éste el tercer mes consecutivo de subas en el índice de precios, con un incremento del 7,7% para la inflación Núcleo en el mes de febrero, la cual, no tiene en cuenta precios regulados ni estacionales, y teniendo en cuenta que marzo es en sí mismo un mes con estacionalidad alta, creemos que la economía ingresó a una nueva etapa de mayor nominalidad que nos deja con un piso de 6,5%.

Devaluación FX Oficial - Inflación - Tasa Leliqs 28 días (%)



Fuente: IEB en base a Mecon, Indec y BCRA

**2. Acuerdo con el FMI:** Esta semana se dio a conocer un nuevo acuerdo entre el Gobierno y el personal técnico del FMI que implica una reducción de las metas de acumulación de reservas para

este año debido a la sequía. Si bien las cifras oficiales se conocerán las próximas semanas en el Staff Report una vez que se reúna el Directorio Ejecutivo del FMI, fuentes periodísticas dejaron trascender que la meta de marzo se ajustaría en USD 3.500 MM, por lo que pasaría de USD 7.800 MM a USD 4.300 MM. **El acuerdo incluiría el compromiso por parte del BCRA de discontinuar la intervención en el mercado secundario de bonos a la vez que no se emitirá deuda de corto plazo, con el objetivo de controlar los FX financieros.**

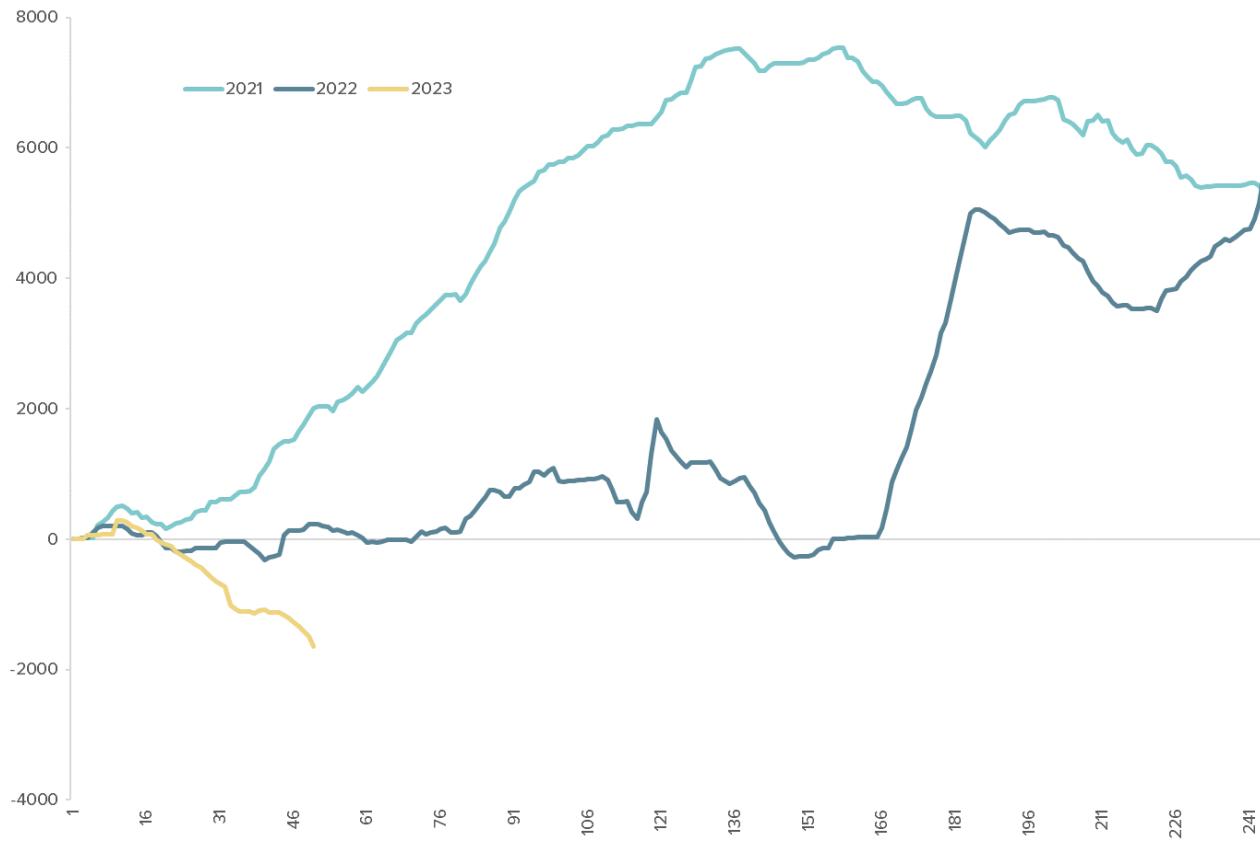
Por otro lado, las autoridades económicas ratificaron el compromiso de continuar con una política de tasas reales positivas. En este sentido la autoridad monetaria decidió hoy, una suba de 300 bps, llevando la tasa actual a un 78% de TNA, equivalente a 113% TEA quedando por debajo de la última lectura de inflación e incumpliendo levemente lo pautado, ya que la suba en la tasa no alcanza para llevar la misma a niveles en que se torne real positiva (debería haber incrementado al menos 400 bps).

En materia de política fiscal, se mantiene el objetivo de alcanzar un déficit fiscal primario del 1,9% del PIB para 2023, principalmente, eliminando los subsidios energéticos de residentes de altos ingresos desde mayo, y para comerciales a finales del año en curso. Mientras que los adelantos transitorios del BCRA al Tesoro continuarán con el límite fijado previamente en 0,6% del PIB -lo que resulta llamativo frente al “put” otorgado en el reciente canje de deuda. Por lo que, se mantendría la estrategia de financiamiento a través del mercado o de fuentes multilaterales y bilaterales.

**3. Reservas:** La dinámica de pérdida de reservas del BCRA en el MULC que observábamos la semana pasada parece haberse acelerado aún más en las últimas ruedas, acumulando ventas por USD 639 MM en lo que va del mes. Según trascendió las ventas de los últimos días estarían relacionadas a la mayor demanda producto de un pago de importación de energía y otros pagos en el marco de una escasa oferta de divisas.

Las ventas totales a través del Mercado Único y Libre de Cambios para el 2023 suman USD 1.721 MM, mientras que si se lo compara con el mismo periodo para los años 2021 y 2022, para ese entonces la autoridad monetaria contaba con un saldo positivo de USD 2.043 MM y USD 236 MM, respectivamente. Si bien la recalibración en la meta de acumulación de reservas la ha vuelto mucho más accesible, todavía presenta un gran desafío para el BCRA lograr el cumplimiento de esta. Al ritmo actual, es difícil imaginar que el BCRA logre revertir la dinámica vendedora en el MULC en los últimos días de marzo.

Intervenciones en el MULC acumuladas en el año (por cantidad de ruedas, en USD MM)



Fuente: IEB en base a BCRA.

## DÓLAR

Entrando en marzo los dólares financieros comenzaron a despertar del letargo en el que cayeron durante febrero. El CCL se movió cerca de 7,2% desde finales de febrero. Los motivos por los cuales los dólares financieros comenzaron a revertir el comportamiento son, en nuestra opinión: **la temporal pausa en el “programa de recompra de bonos”**. Gran parte de dicha pausa se explica en el contexto de negociaciones con el FMI para poder cerrar el acuerdo de revisión de metas; el organismo dejó entrever claramente su oposición a dicho programa. Que en realidad, y como lo hemos expresado en reiteradas ocasiones, no es más que un instrumento para el control de los dólares financieros puesto que no tiene sentido utilizar reservas para un programa de recompra al nivel actual de estas.

## Balance Sintético del BCRA

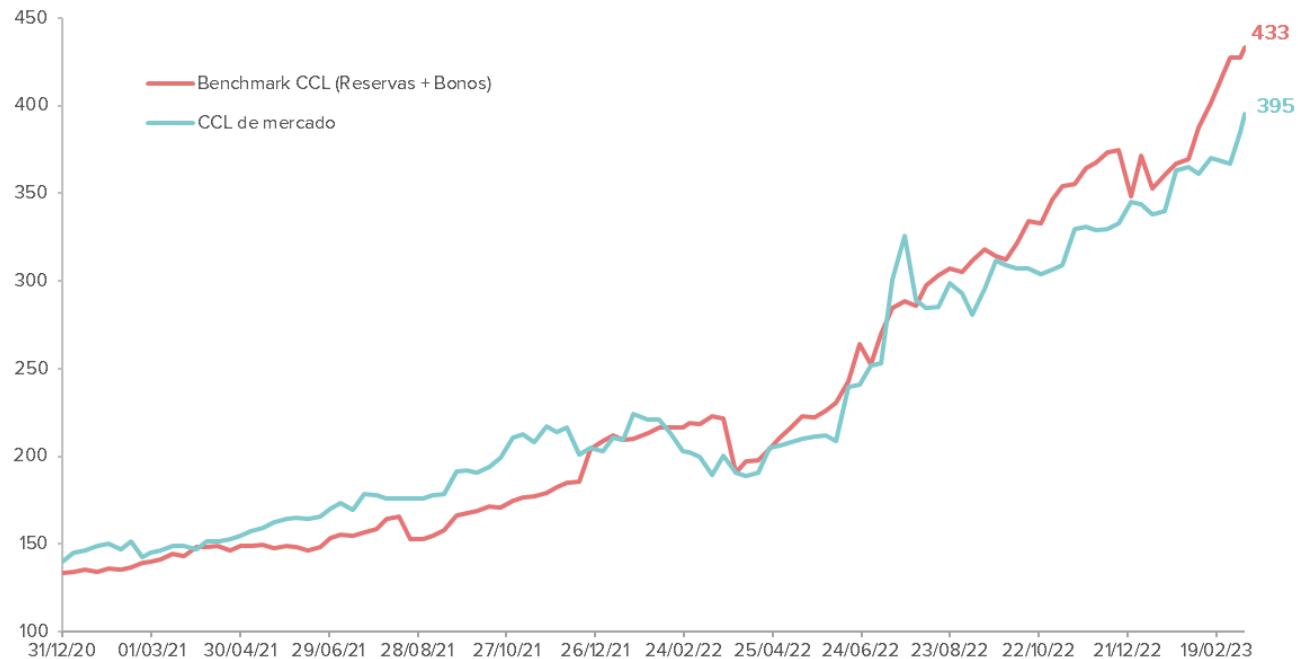
	31/12/2021	30/6/2022	31/12/2022	31/1/2023	28/2/2023	7/3/2023	10/3/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	42.787	41.298	41.417	38.709	38.323	38.208
2. Bonos - USD MM	7.924	6.045	6.720	9.116	8.395	8.028	7.484
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.832	48.019	50.533	47.104	46.351	45.692
4. Pasivos Monetarios - \$ miles	4.895.545	5.421.144	7.340.547	7.721.215	7.769.439	7.739.509	7.742.899
5. Pasivos Remunerados - \$ miles	5.044.615	6.896.104	10.483.446	10.944.518	11.643.740	12.068.634	12.044.775
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	208,9	252,2	371,2	369,4	412,1	427,4	433,1
7. CCL	203	252	344	365	367	390	395

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

Una maniobra que no debemos desestimar y que creemos que ante una escalada en los FX financieros el gobierno podría comenzar a echarle mano a los cerca de USD 7.400 MM en bonos soberanos (a valor de mercado) que tiene el BCRA. Si bien el acuerdo con el FMI deja en claro que Argentina se compromete a no utilizar reservas internacionales o emitir instrumentos externos de corto-plazo para intervenir los dólares paralelos, no dice nada -tácitamente- sobre los bonos que ya posee la autoridad monetaria. Creemos que en caso extremo de necesitar contener los FX la autoridad podría comenzar una venta discreta de instrumentos contra pesos (esta vez sin la contraparte de recompra contra dólares). Esto tendría el efecto de contener parcialmente al CCL pero impactaría negativamente en el precio de los bonos soberanos lo cual sería un punto altamente negativo de este mecanismo. Una cosa es cierta: **para el gobierno es clave el control de la brecha, y sabe lo que implica que la misma se descontrolé y es por eso que no descartamos de plano la posibilidad de esta maniobra.**

**Lo cierto es que a hoy, nuestro “benchmark” arroja un valor para el CCL de \$433 frente a un valor de \$395 observado ayer, lo que implica un desvío de 9,6%.** Por otra parte, el sentimiento del mercado en este sentido es claro: son nulos los operadores que ven “barato” al CCL. Es decir que las expectativas del mercado son claramente alcistas.

## CCL y Benchmark del CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

Por último, una potencial suba de tasas podría absorber algún excedente de pesos que, de otra forma, buscaría refugio en los USD. No obstante, las presiones que se vienen acumulando sobre los FX financieros en algún momento deberían verse sinceradas y sabemos bien que cuando esto ocurre no es lento el proceso; todo lo contrario.

## BONOS GLOBALES

Los Globales volvieron a mostrar caídas en las paridades en la última semana. Se puede decir que en esta oportunidad, el contexto internacional tuvo un menor grado de impacto en el comportamiento de estos. Esto se puede ver reflejado en el movimiento del precio de ambos activos, ya que el EMB desde comienzos de marzo se ha mantenido estable, mientras que los bonos argentinos sufrieron caídas en promedio del 10%. Sin lugar a dudas, el contexto internacional presenta actualmente mucho viento de frente, ya que los inversores ante escenarios de mucha incertidumbre como el actual de una posible crisis bancaria, deciden reducir riesgo en sus portafolios, y se produce el

fenómeno de “Flight to Quality” que los bonos argentinos al presentar riesgo elevado, sufren caídas en sus cotizaciones.

Destacamos también, que los factores locales empezaron a tomar mayor relevancia, específicamente observamos que el BCRA ha detenido el programa de recompra de bonos en el mercado secundario. Esto surge de analizar el Informe Monetario Diario que publica la autoridad monetaria, donde muestra que las variaciones de reservas por el concepto “Otras operaciones del sector público”, donde se contabilizan las compras de bonos contra dólares, han sido prácticamente nulas en lo transcurrido de marzo. Esperamos que la compra de bonos soberanos en dólares se mantenga nula/o muy baja, ya que es uno de los requisitos explícitos en el nuevo acuerdo entre el FMI y el Gobierno.

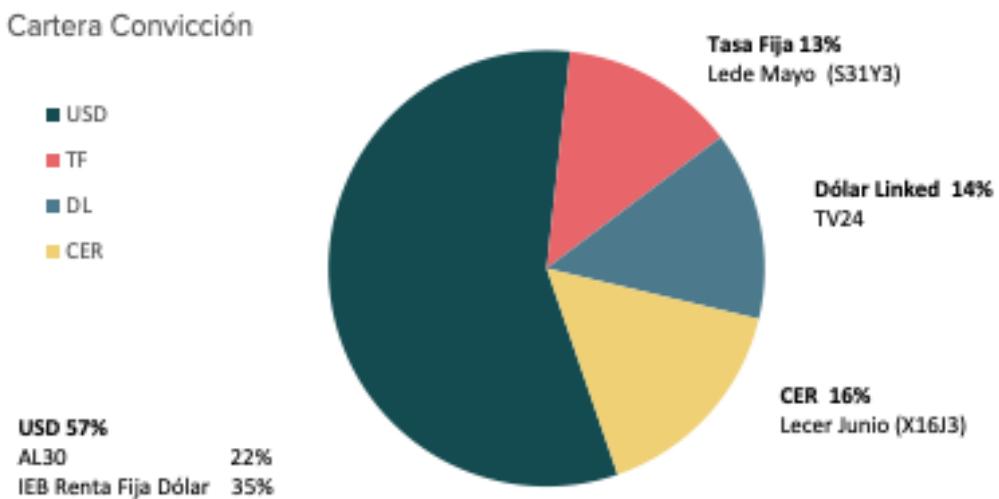
EMB vs. Globales (Base 100 = 31.03.23)



Fuente: IEB en base a Refinitiv

## CARTERA RENTA FIJA PESOS

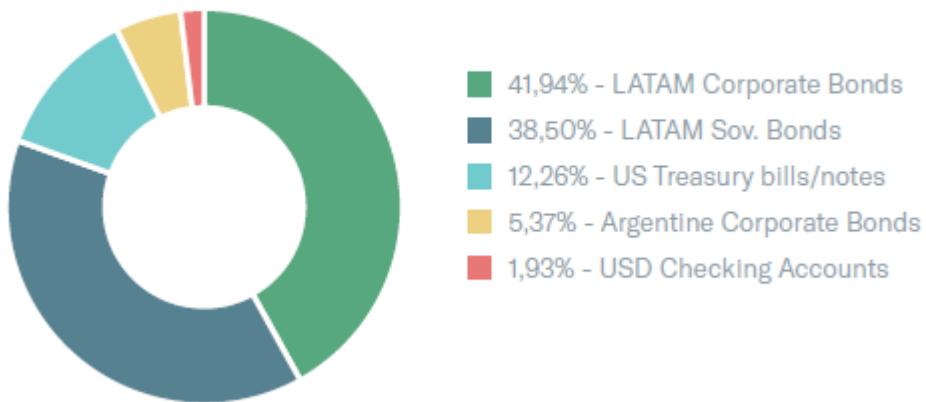
Luego de varias semanas de calma en los dólares financieros, comenzamos a notar movimientos que reflejan las inconsistencias que veníamos mencionando en weeklies anteriores. El nivel especialmente bajo de reservas netas y la potencial decisión del FMI de condicionar la intervención del CCL pueden dar comienzo a un nuevo ciclo de volatilidad y la divergencia entre nuestro “benchmark” y el CCL de mercado nos marca claramente la asimetría de riesgos a la que nos enfrentamos. Por tanto, consideramos prudente comenzar un nuevo ciclo de dolarización de la cartera. Así, la cartera pasa a quedar conformada en un 57% por activos denominados en dólares y el restante en pesos.



El AL30, bono soberano elegido como uno de los instrumentos de la cartera dolarizada, nuevamente registró un rendimiento negativo. No obstante, continuamos consideramos que los bonos soberanos vuelven a presentar atractivo (ver nuestro [informe](#)). Si bien gran parte de su futura performance está condicionada a lo que ocurra con los flujos a emergentes (amplificados sus movimientos por el alto beta que presentan los instrumentos argentinos), en las últimas semanas los valores se han desacoplado de los movimientos del EMB en parte por que el gobierno ha (al menos por el momento) pausado el programa de recompra. Por ello y como decimos en nuestro informe, en nuestra opinión, valores por debajo de USD 25 presentan interesantes puntos de entrada a largo plazo. De esta manera, volvemos a incrementar lo alocado al bono AL30 del 15,8% a un 22%. El remanente de la

cartera dolarizada (un 35%) continuamos destinándolo al fondo IEB Renta Fija Dólar como forma de hedgear la exposición a Argentina.

### ► MAIN HOLDINGS BY SECTOR



Para la cartera alocada en pesos y según lo expresado en las secciones anteriores, si bien vemos un gobierno dispuesto a defender la deuda en pesos (puesto que es la única fuente de financiamiento que le ha quedado) vemos con creciente inquietud el movimiento de los dólares financieros.

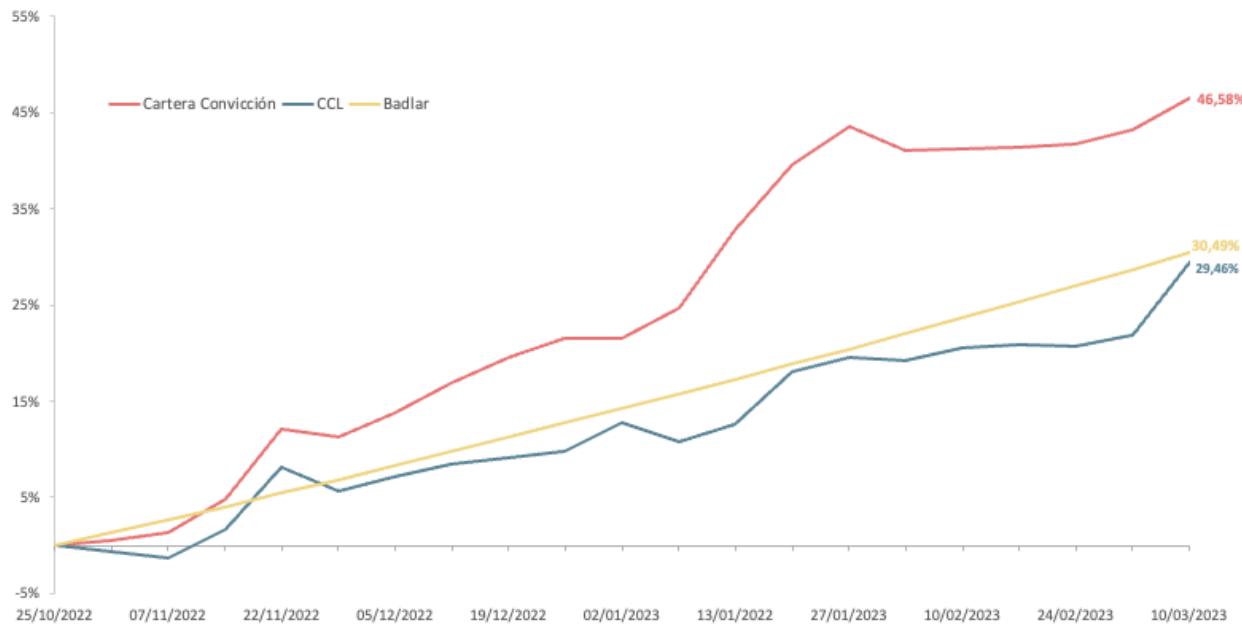
Así, luego de conocido el dato de inflación nuestra preferencia se centra en instrumentos basados en CER. Un 16% de la cartera la aplicamos a la lecer junio (X16J3) ya que creemos que ha sido una estrategia ganadora no haber ingresado al canje y luego que el incremento en la nominalidad de la economía hace de estos instrumentos los preferidos para ganarle a la inflación.

En segunda instancia consideremos la tasa fija: hasta antes de la salida del inesperadamente alto dato de inflación resultaba atractiva -en especial la lede de mayo (S31Y3) que hoy presenta una TEA de 125,2% y cubre hasta una inflación del 6,7% promedio mensual.

**Finalmente mantenemos en la cartera instrumentos DL, en especial el bono DL TV24. A pesar del rally que ha tenido este bono, continuamos viendo atractivo en ya que, luego del canje quedará como el instrumento DL de menor duration al momento de asumir un nuevo gobierno.**

La cartera tuvo un resultado positivo del 2,38%, impulsada fuertemente por el desempeño del fondo IEB Renta Fija Dólar que arrojó un resultado semanal del 6%, aunque compensando con un mal desempeño del bono soberano AL30 que en el mismo período retrocedió un 2,05%. Así el retorno para la sección dolarizada de la cartera fue de un 1,73%

## Rendimiento de la cartera



Para el rendimiento de lo alocado a pesos destacaron particularmente la lede mayo (S31M3) que se incrementó un 1,62% y la lecer junio (X16J3) que lo hizo un 1,48%. Así el rendimiento de los activos denominados en pesos fue de 0,65%.

Cartera Convicción	Moneda	%	%	Instrumento	Rdto	Precio 3-Mar	Precio 10-Mar	Rdo x Moneda	Rdo Total
	USD	50%	15.8%	AL30	-2.05%	9,750	9,550	1.73%	2.38%
	ARS	50%	34.2%	IEB Renta Fija Dólar	6.00%	0.977	0.990	0.65%	
			19.0%	Lede S31Y3	1.62%	82.97	84.31		
			10.0%	TV24	0.36%	19,260	19,330		
			21.0%	Lecer X16J3	1.48%	142.05	144.15		

Retornos Mensuales					
	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23
Cartera	11.31%	9.19%	13.57%	-1.29%	3.42%
Badlar	6.86%	5.46%	6.88%	5.47%	2.71%
CCL	5.70%	3.88%	8.96%	0.94%	7.21%

## ACCIONES ARGENTINAS

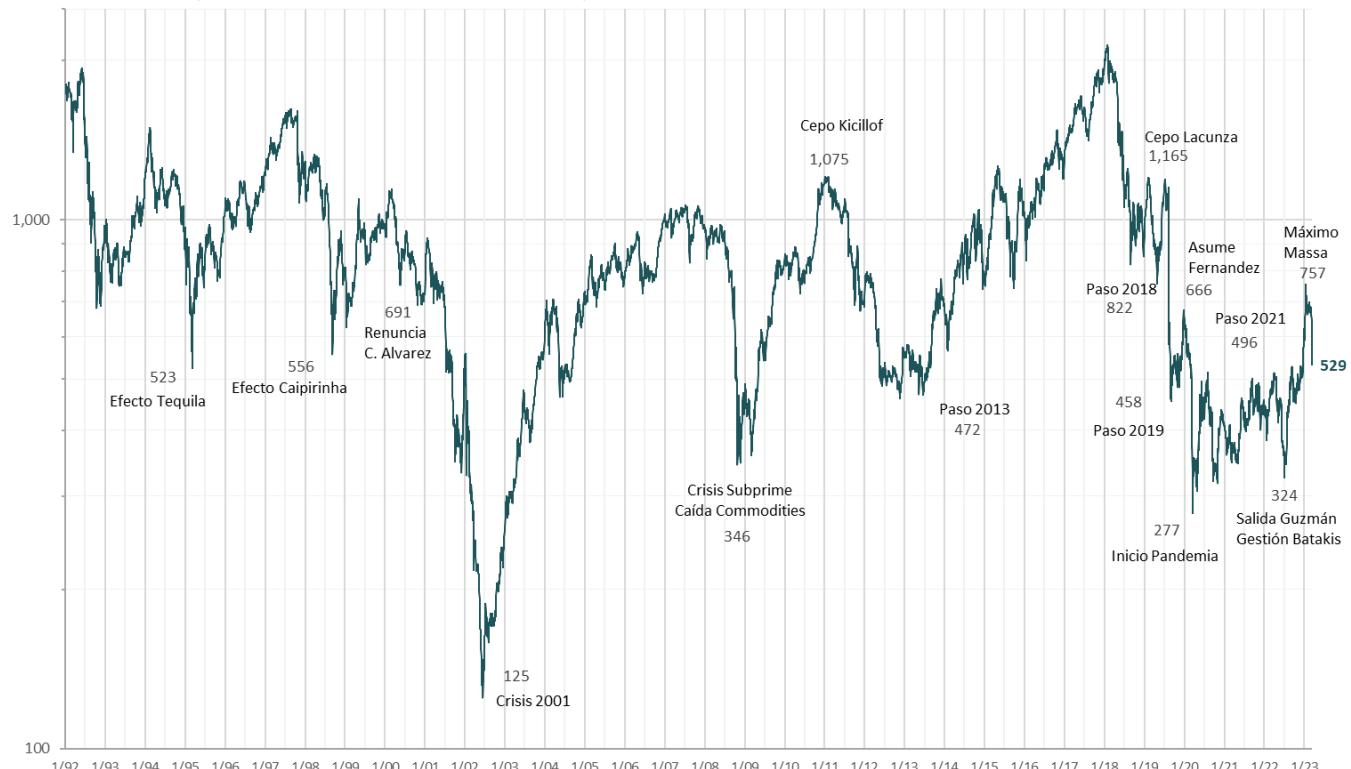
El mercado de acciones argentino alcanzó un máximo de 757 puntos (ajustado por CCL e inflación de EE.UU) a mediados de enero de este año. Coincidio con el **pico de expectativas** que el mercado había puesto sobre el ministro Massa; lo veía como “el” candidato del FdT y por tanto habilitaba dicha valuación. Nosotros lo denominamos “trade electoral parcial” ya que parecía haber una definición de al menos una de las partes, sobre el candidato de cara a las próximas elecciones. Todo esto, a pesar de que las empresas mostraban limitados drivers genuinos: altas tasas de inflación, desaceleración de la economía, atraso cambiario, sequía, pérdida de reservas. **Todo se basaba en expectativas electorales.**

Los sucesos posteriores a ese punto máximo: la decisión del ministro de, en principio, no ser candidato, habilitó el retorno a la escena de CFK. Continuó la caída abrupta de reservas, el gobierno fracasó en el intento de bajar la inflación, la actividad continuó deteriorándose...**ya sin expectativas y sin drivers era lógico que el mercado tome ganancia.**

**Así es como expresamos en nuestro weekly que vemos al S&P Merval oscilando en una franja entre 550-650 puntos hasta entrar de lleno en el “mercado electoral”. No obstante, los eventos internacionales añaden mayor volatilidad y afectan al mercado argentino negativamente.**

De cara a un “trade electoral” volverá a ser importante el juego de las expectativas, puesto que consideramos que los drivers continuarán debilitándose durante este año. Pero claramente una vez que comience a estar definido el escenario electoral, el potencial del mercado de renta variable argentino es muy alto. Cerrando ayer a valores de 529 puntos estamos a un 91% del mínimo registrado en 2022 con la salida de la ministra Batakis y un 74% por debajo de los 2.120 puntos; máximo alcanzado en 2018.

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

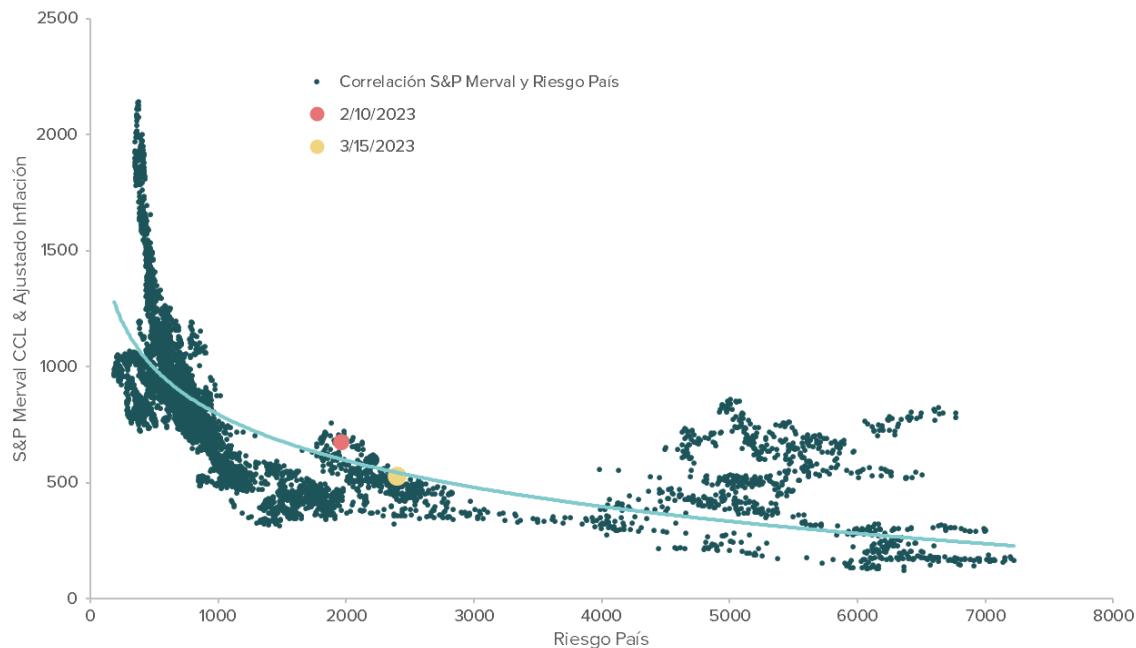


Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

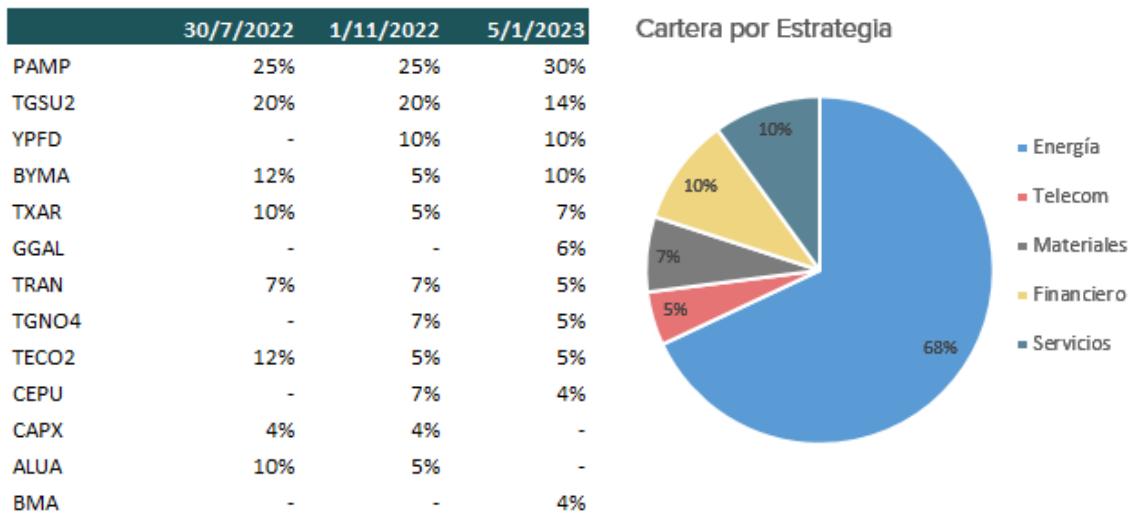
Más allá de que a largo plazo encontramos muy interesante el retorno que se puede lograr en el mercado de equity argentino, creemos que la recuperación será lenta y no veremos valores de 2.120 puntos por un largo tiempo. Es mucho el trabajo que hay que realizar en la macro para que el entorno comience a impactar positivamente en el balance de las empresas.

No obstante el escenario actual todavía mantenemos nuestras preferencias por empresas del sector energía especialmente **Vista Energy, YPF, Pampa Energía, TGS, TGN y TRAN**. También nos continúa gustando **BYMA** y al actual valor de USD 4,3 consideramos que **TEO** vuelve a ser atractiva a pesar del constante deterioro de sus resultados producto de la aceleración de la inflación.

## Correlación S&amp;P Merval vs Riesgo País



Por el momento consideramos que nuestra cartera continúa bien balanceada y de acuerdo a lo que consideramos que son fundamentos sólidos a largo plazo, más allá de que -como mencionamos- a corto plazo no vemos drivers positivos en las empresas (dejando fuera a Vista, YPF, TGS y Pampa) por su exposición a Vaca Muerta.



**INVERTIR EN BOLSA**

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prourban (1414) C.A.B.A.  
Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://invertirenbolsa.com.ar>

---

**RESEARCH**

**IGNACIO SNIECHOWSKI**

*Head of Research*

[isniechowski@grupoieb.com.ar](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

**AGUSTÍN GONZALEZ CAPDEVILA**

*Analista*

[agcapdevila@grupoieb.com.ar](mailto:agcapdevila@grupoieb.com.ar)

**LUCAS DECOUD**

*Analista*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

**GABRIEL PRORUK**

*Asistente*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

**COMERCIAL**

**MARTÍN RICCIARDI**

*Director Comercial*

[mricciardi@grupoieb.com.ar](mailto:mricciardi@grupoieb.com.ar)

**SANTIAGO CASTRO RIVAS**

*Coordinación Comercial*

[scastrorivas@grupoieb.com.ar](mailto:scastrorivas@grupoieb.com.ar)

**TRADING DESK**

**NICOLÁS CAPPELLA**

*Sales Trader*

[ncappella@grupoieb.com.ar](mailto:ncappella@grupoieb.com.ar)

**FEDERICO BROGGI**

*Sales Trader*

[fbroggi@grupoieb.com.ar](mailto: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 nº 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula nº 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) nº 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) nº 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) nº 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) nº 546.