

26 de octubre de 2023

Argentina Weekly

Recalculando

El resultado de las elecciones generales fue esperado pero sorpresivo al mismo tiempo. Las encuestas daban mayoritariamente un escenario de balotaje: Milei se perfilaba como el favorito y, si bien quedó dentro de la carrera a la presidencia, el ministro-candidato Massa logró un mejor resultado.

El mercado interpretó este resultado como un Milei corriéndose hacia el centro para captar votos de JxC y Schiaretti o un eventual triunfo de Massa. En ambos escenarios las probabilidades de un escenario “disruptivo” descendieron fuertemente y, como consecuencia, cayeron fuertemente los futuros de dólar, los FXs financieros y demás activos argentinos.

El overshooting de búsqueda de cobertura terminó en un re-pricing de la renta fija corporativa, la renta variable e incluso la deuda soberana en pesos. De cara a la segunda vuelta la clave será monitorear las probabilidades de cada candidato para llegar al sillón de Rivadavia.

No es lo mismo que Massa o Milei se profile como el favorito: En el primer escenario es probable que la volatilidad de corto sea menor y se pueda asumir una cierta continuidad en las políticas económicas; aunque sin dudas Massa deberá atender varios problemas de fondo en un eventual próximo mandato.

El segundo escenario sigue siendo aún disruptivo pero acotado a lo que deba moderar Milei para seducir votantes ubicados más hacia el centro.

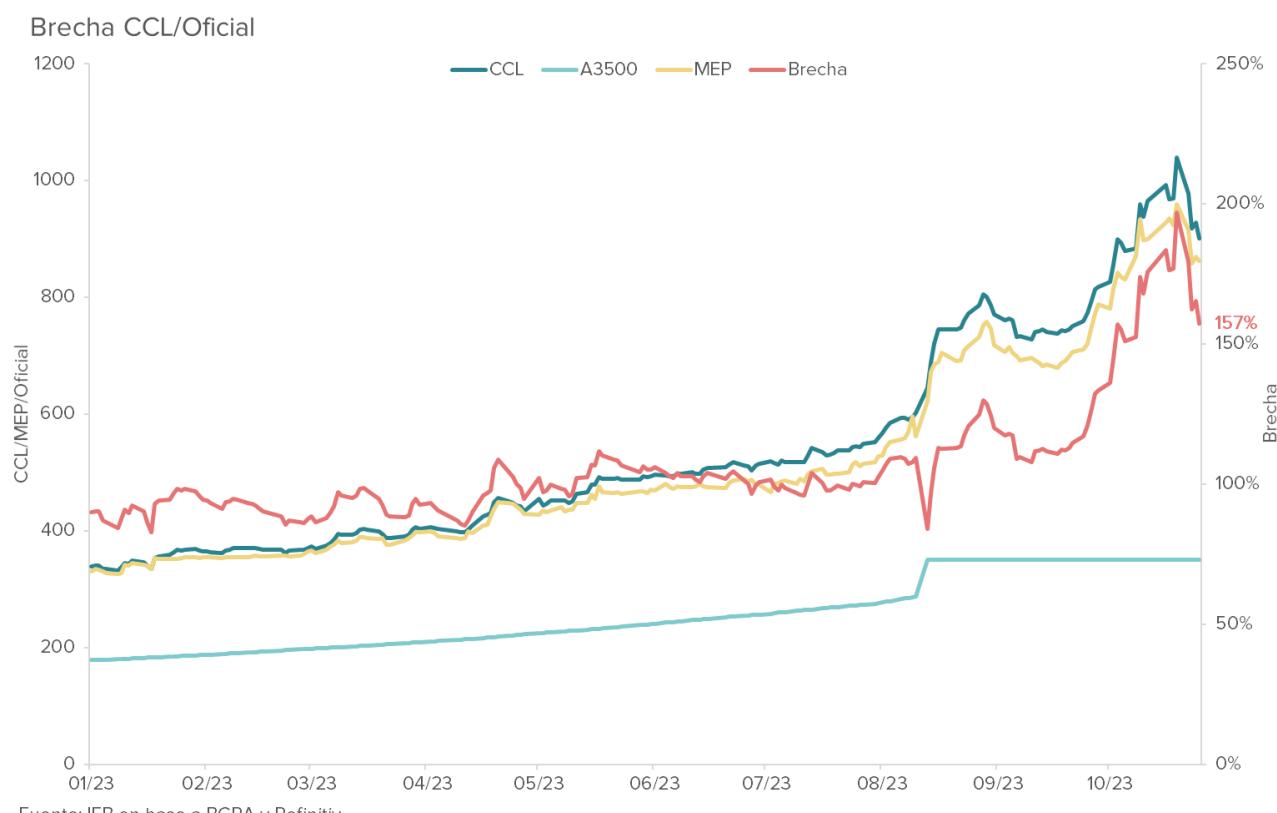
ECONOMÍA

Los resultados de las elecciones del pasado domingo hicieron ruido en los dólares: tras la inesperada victoria de Sergio Massa por sobre Milei las posibilidades de una dolarización parecen haberse reducido, o al menos así lo cree el mercado, con los dólares reaccionando a la baja tras una frenética semana previa a los comicios que los llevó a máximos históricos. Luego de sobreponer la marca de \$1.000 el pasado viernes, el CCL mediante ADRs operó a la baja llegando a \$900 en el día de hoy, lo cual a su vez representa una caída de la brecha cambiaria de 200% a 160%.

A su vez, un factor adicional que empujó las cotizaciones a la baja ha sido el anuncio y puesta en marcha por parte del ministro-candidato Massa de un nuevo régimen de dólar diferencial, similar al ya aplicado para el sector agroexportador y energético, entre otros, pero en esta ocasión aplicado a todos los sectores exportadores. Este nuevo esquema habilita a los exportadores a liquidar el 30% de lo exportado a través del CCL, con el 70% restante ingresando a través del MULC, inyectando así oferta en

un mercado que días atrás se encontraba sufriendo escasez de la misma y arrojando un tipo de cambio efectivo cercano a \$520. Sumado a esto, el BCRA ha retomado las compras en el mercado de cambios, acumulando más de USD 350 MM en las últimas cuatro ruedas que servirán para darle un aire a las debilitadas reservas de la autoridad monetaria.

Pese a la reacción inicial de las cotizaciones, será de esperar una mayor presión sobre las mismas a medida que nos acerquemos al balotaje, dada la naturaleza de la divisa norteamericana como cobertura frente a escenarios de incertidumbre en Argentina. De todas formas, sus movimientos hasta el 19/11 dependerán del rumbo que tome el discurso de cada candidato, sus posibles alianzas, y de sus chances de cara a la segunda vuelta.



Los futuros también sufrieron el golpe de los resultados electorales, con los contratos a lo largo de toda la curva operando a la baja en los primeros días de la semana como respuesta a la reducción de posibilidades de una salida violenta del cepo o de devaluaciones como la aplicada post PASO. Tras la victoria y mejor posicionamiento de Sergio Massa se confirma un tipo de cambio congelado en \$350 hasta el 15/11 con un crawling peg al 3% TEM posteriormente. Aún así, se observa una expectativa de un salto discreto del FX notable para diciembre, con el contrato correspondiente a ese mes descontando un tipo de cambio a \$645, señal de que el mercado considera necesaria una corrección sin importar qué candidato resulte electo.

Evolución de curvas de futuro USD - TNAs

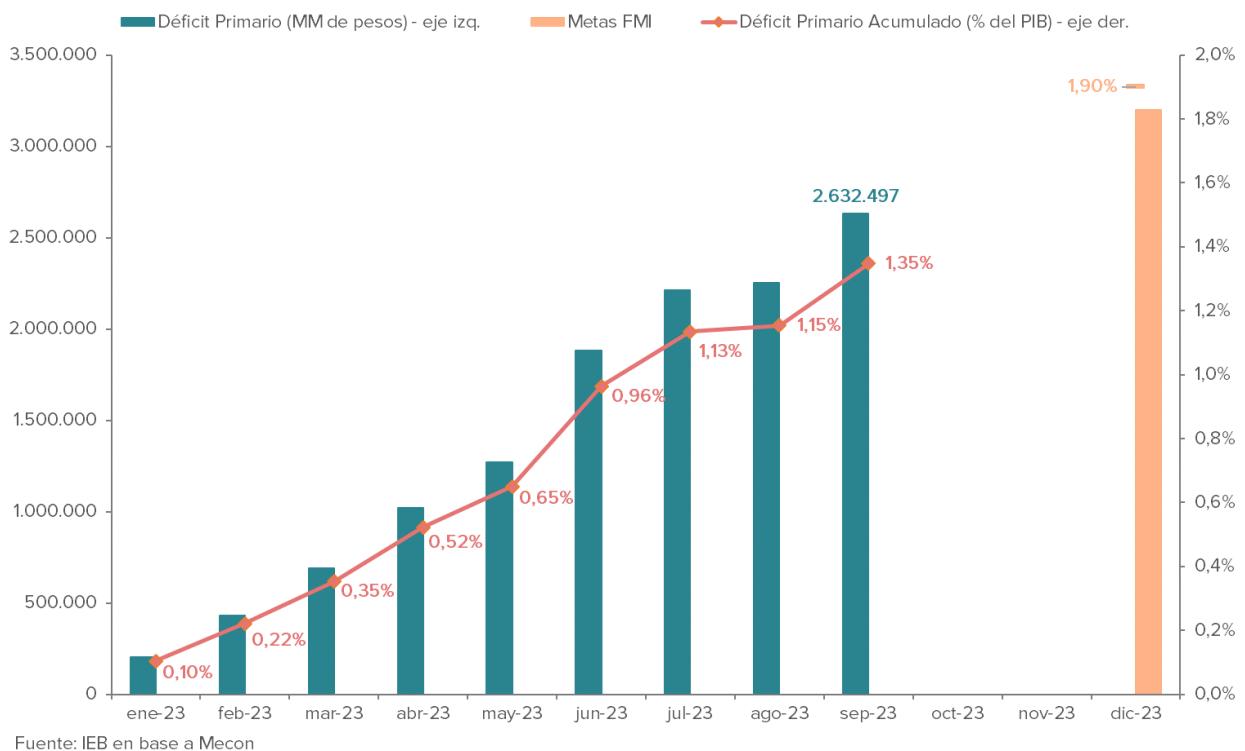


Fuente: IEB en base a Matba Rofex

Por otro lado, el viernes pasado se publicó el dato de resultado fiscal para el mes de septiembre, el cual arrojó un déficit primario de \$380.473 MM con una caída del 3% en el gasto y del 14% en los ingresos contra el mismo mes del 2022, ambos en términos reales. Dentro de los gastos se destacan las caídas año a año en subsidios económicos (-49%) y pensiones no contributivas (-27%), y los incrementos en transferencias corrientes a provincias (+58%) y otros programas sociales (+46%).

Este resultado fiscal aleja aún más el cumplimiento de la meta acordada entre el gobierno y el FMI de un déficit del 1,9% del PBI, teniendo en cuenta los efectos del plan “platita” de Sergio Massa de cara a las elecciones, disminuyendo ingresos e incrementando gastos, y que dicha meta implica un incremento del déficit en apenas 0,55% del producto. Adicionalmente, la victoria del Ministro de Economía y su pelea por la presidencia empujará al gobierno a destinar más recursos para captar la mayor cantidad de votos posible con una política fiscal expansiva.

Déficit Primario (MM de \$)



Fuente: IEB en base a Mecon

De todas formas, las posibilidades de un giro hacia la ortodoxia por parte del ministro-candidato han mejorado las expectativas sobre su hipotético gobierno. En la semana Massa solicitó al Congreso que se acelere el tratamiento del presupuesto para 2024 reemplazando el déficit previsto de 0,9% del PBI por un superávit del 1% a través de la baja de gastos tributarios, marcando una clara diferencia con gobiernos previos de su espacio. Así la pregunta de cara al balotaje no será quién llevará a cabo el ajuste, sino el modo y vigor con que lo llevarán a cabo.

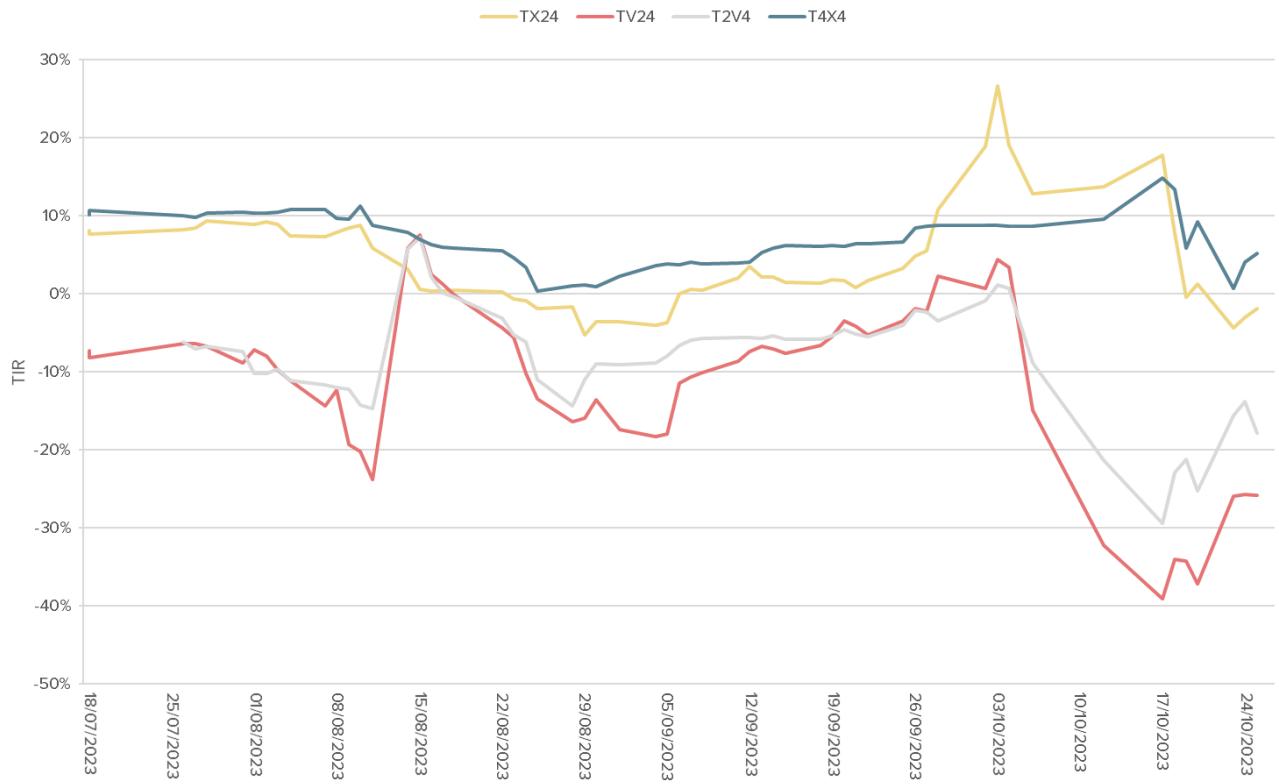
Finalmente, en el día de hoy Mecon publicó un llamado a licitación para mañana, la última previa a la segunda vuelta presidencial, que servirá para limitar la financiación mediante emisión directa del déficit generado en las últimas semanas. En esta oportunidad el Tesoro estará enfrentando vencimientos por \$505.000 MM, los cuales se encuentran casi en su totalidad en manos privadas pese a la reciente intervención oficial en el mercado secundario. Se estarán ofreciendo siete instrumentos: Lecer X20F4, Bono Dollar Linked TV24, Boncer T6X4, Bono Dual TDJ24, Boncer T4X4, Boncer T2X5, y Bono Dollar Linked TV25.

DEUDA EN PESOS

Esta semana se desplomaron los contratos futuros de diciembre en adelante que cayeron en promedio 20% al cierre de ayer luego de haber tenido caídas de hasta 29% en la primera rueda de la semana. Lo mismo sucedió con los bonos dólar linked y duales, que el lunes retrocedieron 9% en promedio y ya ayer volvieron a mostraron variaciones positivas de entre 1 y 4%. Esto se debe a que se redujeron las

probabilidades de una dolarización, luego de que en las semanas previas la búsqueda de cobertura cambiaria había crecido fuertemente especulando con un mejor resultado de LLA en las elecciones.

TIRs: TX24, T4X4, TV24 y T2V4

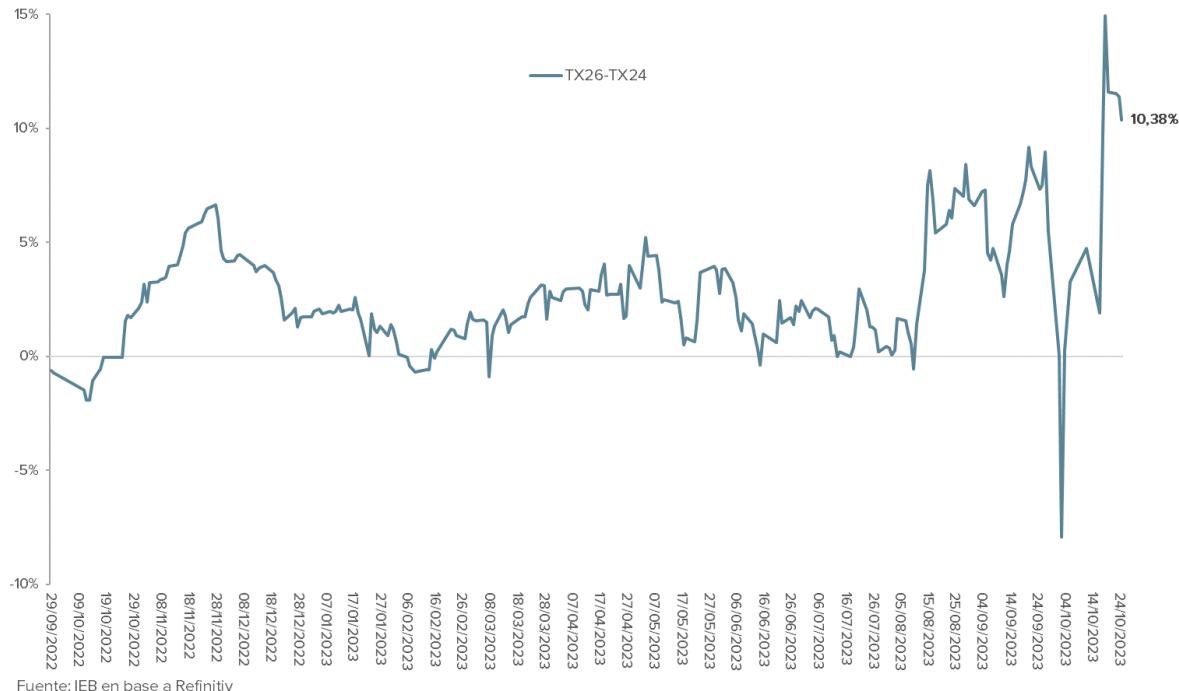


Fuente: IEB en base a Refinitiv

Por otro lado, la curva CER mostró avances significativos, especialmente en aquellos títulos con vencimientos a partir del 2025, teniendo en cuenta que la inflación seguirá siendo alta en el corto plazo dado los incentivos electorales del oficialismo a llevar a cabo una política fiscal y monetaria expansiva. Por otra parte, el mercado incorporó a sus expectativas el hecho de que el tipo de cambio oficial seguirá fijo hasta mediados de noviembre y luego el ajuste parece que será gradual, a la vez que se anunció el dólar diferencial para todas las exportaciones que en última instancia es una devaluación sin correlato en el dólar oficial.

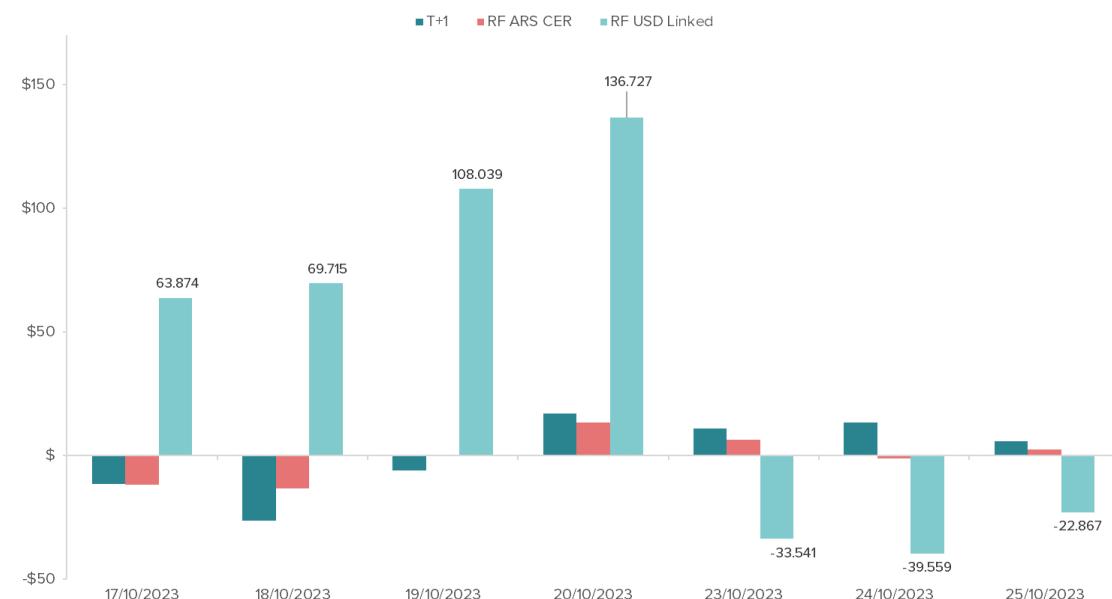
A pesar de la fuerte suba que tuvieron los bonos CER más largos, que ya había comenzado en los últimos días de la semana pasada y se acentuó luego de las elecciones, creemos que aún existe un diferencial de tasas interesante entre los bonos CER más cortos y aquellos que vencen a partir del 2025 que puede resultar una buena alternativa para aquellos dispuestos a asumir un riesgo de duration mayor.

Diferencial de tasas (TX26-T2X4)



Con respecto a los flujos de los Fondos Comunes de Inversión a partir del lunes hubo salidas de los fondos DL que suman \$95.900 MM aunque alcanzan a compensar los altos volúmenes que ingresaron en las semanas previas a las elecciones que sumaron \$640.000 MM aproximadamente. Los fondos CER y T+1 revirtieron la tendencia mostrando suscripciones desde el viernes pasado por \$21.000 MM y \$47.000 MM respectivamente, luego de varias semanas teniendo flujos negativos.

Flujos de Fondos Comunes de Inversión (en ARS MM)



Fuente: IER en base a 1816

BONOS SOBERANOS

Los bonos argentinos tuvieron una reacción negativa luego de conocerse el resultado de las elecciones que dejaron al ministro-candidato como ganador, iniciando la rueda del lunes con una caída de 11% en promedio que luego revirtió la tendencia cerrando con pérdidas de 5%. En las últimas ruedas el comportamiento de los bonos argentinos estuvo totalmente desacoplado de los bonos emergentes sugiriendo que el factor idiosincrático explica la dinámica de la deuda local en su totalidad. De esta forma los bonos soberanos muestran pérdidas cercanas al 20% desde los máximos alcanzados previo a las PASO.

Performance YTD Globales vs EMB vs EMHY



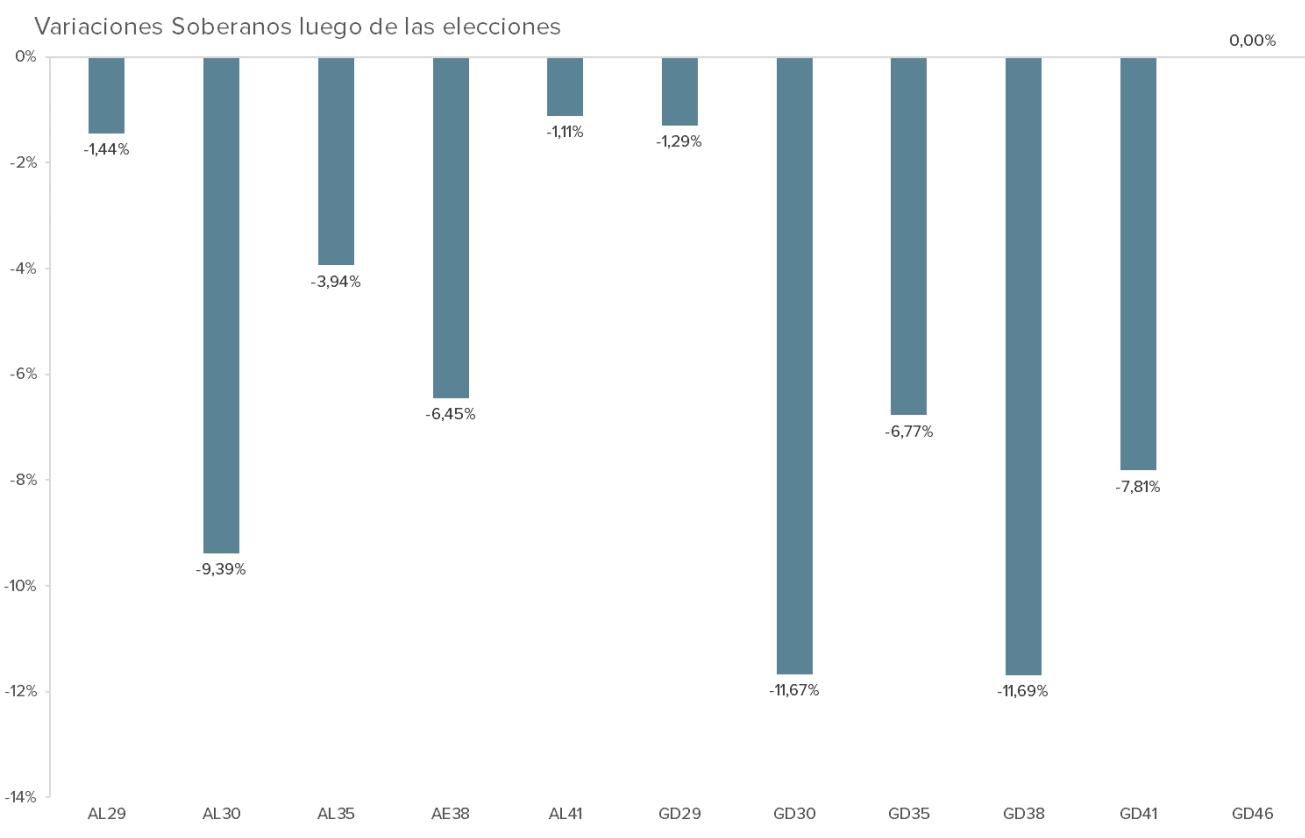
Fuente: IEB en base a Refinitiv

Los resultados de estas elecciones tuvo varias señales para la deuda soberana. En primer lugar, la mala performance de JxC que lo deja fuera del balotaje eliminó el mejor escenario para el mercado. Por otro lado, la extensión de la definición electoral resulta una mala señal en el corto plazo ya que se continúan

agravando los desequilibrios macros, con precios relativos cada vez más distorsionados y la continuación de políticas fiscales expansivas que deterioran aún más las cuentas públicas.

Otro punto relevante es que la dolarización pierde fuerza, lo que se reflejó en el desplome de los futuros de dólar y los dólares financieros, mientras que los bonos hard dólar habían sido un instrumento de cobertura en las semanas previas a las elecciones que había hecho que se desacoplen positivamente de los emergentes, a partir de las elecciones esta demanda por cobertura se ve disminuida.

Entre la rueda de ayer y la de hoy los bonos recuperan parte de la caída previa en parte por el apoyo que le brindara a LLA el ala más dura de JxC que hace que el mercado le asigne una probabilidad mayor de éxito a la oposición, a la vez que podría generar cierta moderación en el candidato de la LLA.



Fuente: IEB en base a Refinitiv

Desde el viernes pasado los bonos han mostrado una caída de 6% en promedio y aun parece que tienen espacio para seguir cayendo. Sin embargo la caída no fue igual para todos los bonos. Los globales fueron más golpeados que los bonares con caídas de 6,5% para los títulos con legislación NY y 4,5% para los títulos con ley local. El mayor impacto se vio en los títulos con mayor volumen, GD30 y AL30, mientras que el GD38 tambien tambien sufrio una caida similar.

Los spreads de jurisdicciones muestran los bonos 2035 y 2038 con spreads bastante por arriba del promedio de los últimos meses, por lo que podría resultar conveniente salir de los títulos con Ley NY para ingresar en sus pares con ley local.

Spreads Jurisdicciones				
	26/10/2023	Prom 6 meses	Máx 6 meses	Min 6 meses
GD29/AL29	11,72%	13,01%	27,01%	4,44%
GD30/AL30	16,89%	21,43%	31,53%	12,98%
GD35/AL35	11,80%	6,71%	16,66%	-1,36%
GD38/AE38	17,24%	12,88%	24,49%	5,11%
GD41/AL41	10,49%	11,97%	26,00%	-1,37%
Arbitraje				
GD29/GD35	5,5%	6,6%	14,3%	-6,1%
GD29/GD38	-10,3%	-11,2%	-2,7%	-20,1%
GD30/GD35	3,5%	10,4%	17,0%	3,5%
GD30/GD38	-12,1%	-8,0%	2,1%	-19,4%
GD38/GD35	17,6%	20,2%	31,8%	10,0%

En estas semanas que restan hasta el balotaje, podemos esperar que los candidatos tiendan a moverse al medio del espectro ideológico para intentar capturar la mayor parte del electorado, lo que sería positivo para la deuda en el corto plazo. Pero por otra parte también el oficialismo tendrá incentivos a mantener pisados los diferentes precios de la economía acumulando distorsiones en los precios como también continuar con los estímulos fiscales lo que tendría un impacto negativo en los activos locales.

A partir de ahora las novedades que se vayan conociendo respecto a las alianzas políticas y las propuestas de los candidatos serán claves para la deuda local. Mientras el mercado se vaya acomodando a todo esto, seguramente tendremos semanas de mucha volatilidad por delante.

EQUITY ARGENTINO

Pasada la sorpresa electoral del domingo, el mercado de acciones argentino entró nuevamente en modo sell-off. La fuerte búsqueda de cobertura que habíamos mencionado en el semanal anterior terminó, al conocerse los resultados de las elecciones generales, en un sell-off priceando un entorno más estable para el dólar oficial y los FXs financieros. **En consecuencia la cobertura devino en un desarme de posiciones frente a un escenario menos disruptivo.**

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

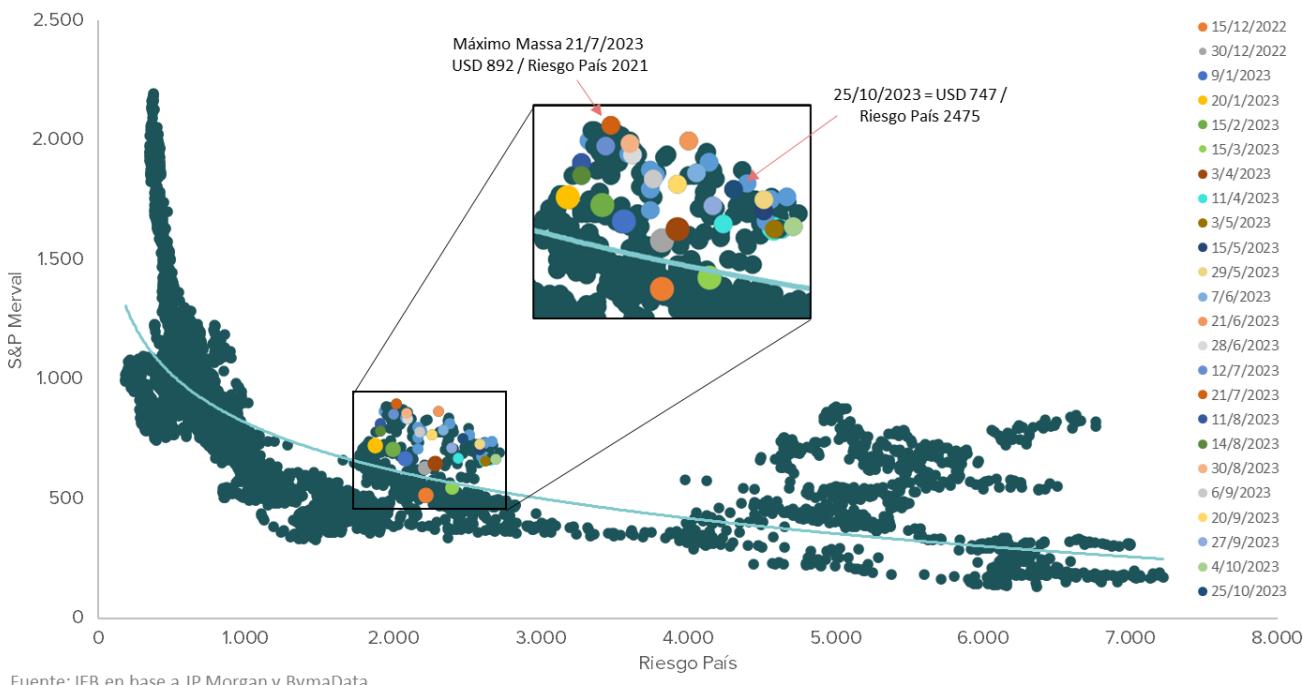


Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

Nuestra medición del grado de sobre/sub valuación del S&P Merval de acuerdo a los niveles de riesgo país asociados vuelve a mostrar que luego de alcanzar nuevamente niveles récord, el sell-off produjo una fuerte compresión en el spread entre riesgo privado y riesgo soberano.

Tras la suba que mostró el índice S&P Merval en las últimas semanas, el desvío llegó a un desvío de casi 50% frente a los niveles de riesgo país. Es interesante observar como el primer evento de cobertura (post-PASO y cuando los inversores se mostraban con dudas sobre la posibilidad del gobierno de sostener un tipo de cambio oficial en \$350) devino en un sell-off una vez despejadas las dudas.

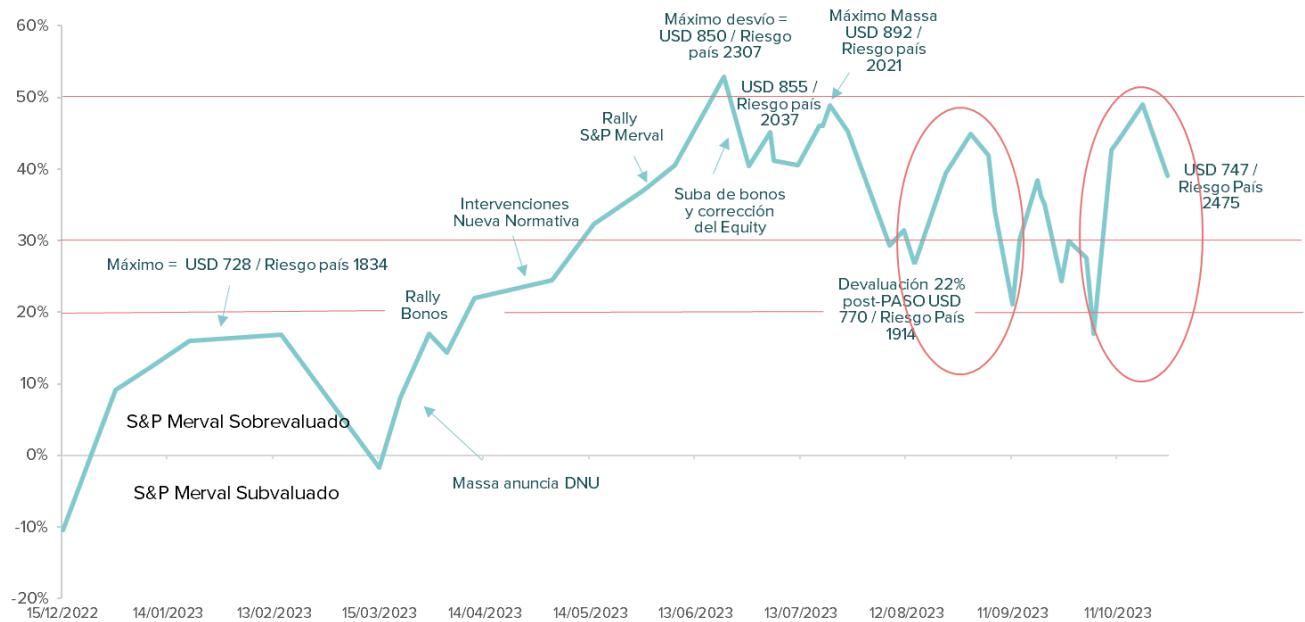
Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

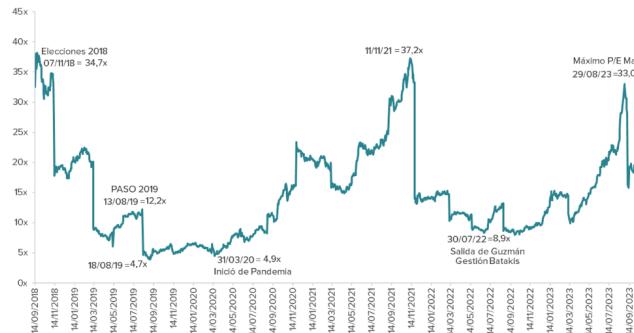
En esta segunda vuelta de búsqueda de cobertura ocurrió un efecto similar: se convalidaron valuaciones inusualmente altas (ver gráficos de P/E y P/BV del S&P Merval) que luego del desenlace ya conocido terminó en una caída en los dólares financieros y, por ende, un ajuste en el precio de las acciones utilizadas como cobertura.

Desvío S&P Merval contra Correlación



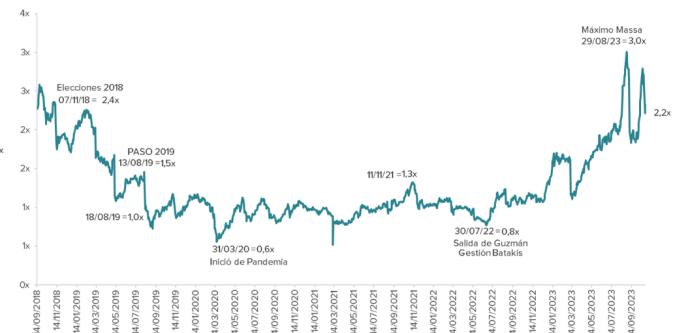
Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

S&P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

S&P Merval Price to Book Ratio

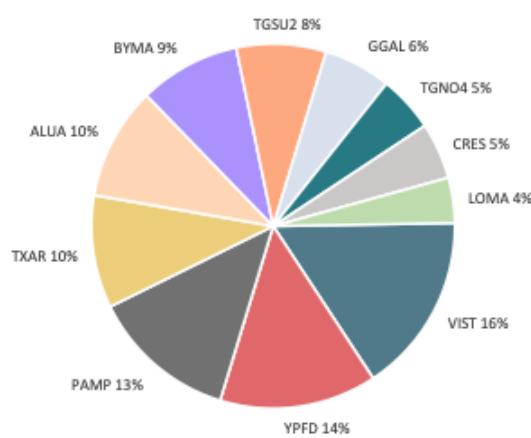


Fuente: IEB en base a Bloomberg.

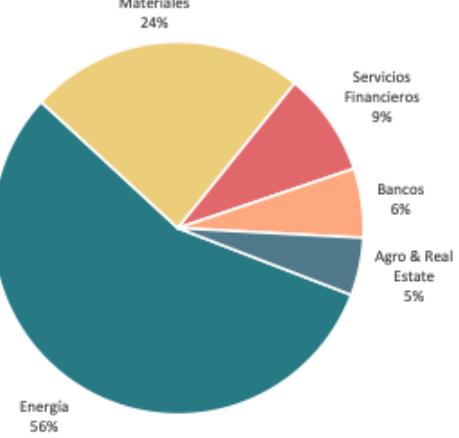
A pesar del sell-off que sufrieron las acciones argentinas, nuestra cartera de equity argentino continúa mostrando una buena performance en términos anuales, mostrándose 400 bps por encima del índice S&P Merval.

En este contexto continuamos prefiriendo sobreponderar el sector de Oil & Gas (VIST, YPF, PAMP, TGS, TGN) y el Agro & Real Estate (CRES), los cuales presentan drivers genuinos de crecimiento ante una normalización de la macro para los años posteriores. Por su parte, también nos resultan atractivas aquellas compañías que cuentan con poca o nula restricción en sus precios de modo que puedan realizar un buen pass-through de inflación/devaluación a precios (TXAR, ALUA, LOMA). También, nos continúa gustando BYMA, dado que es un buen vehículo para atenuar el impacto de la inflación y/o devaluación por su componente defensivo.

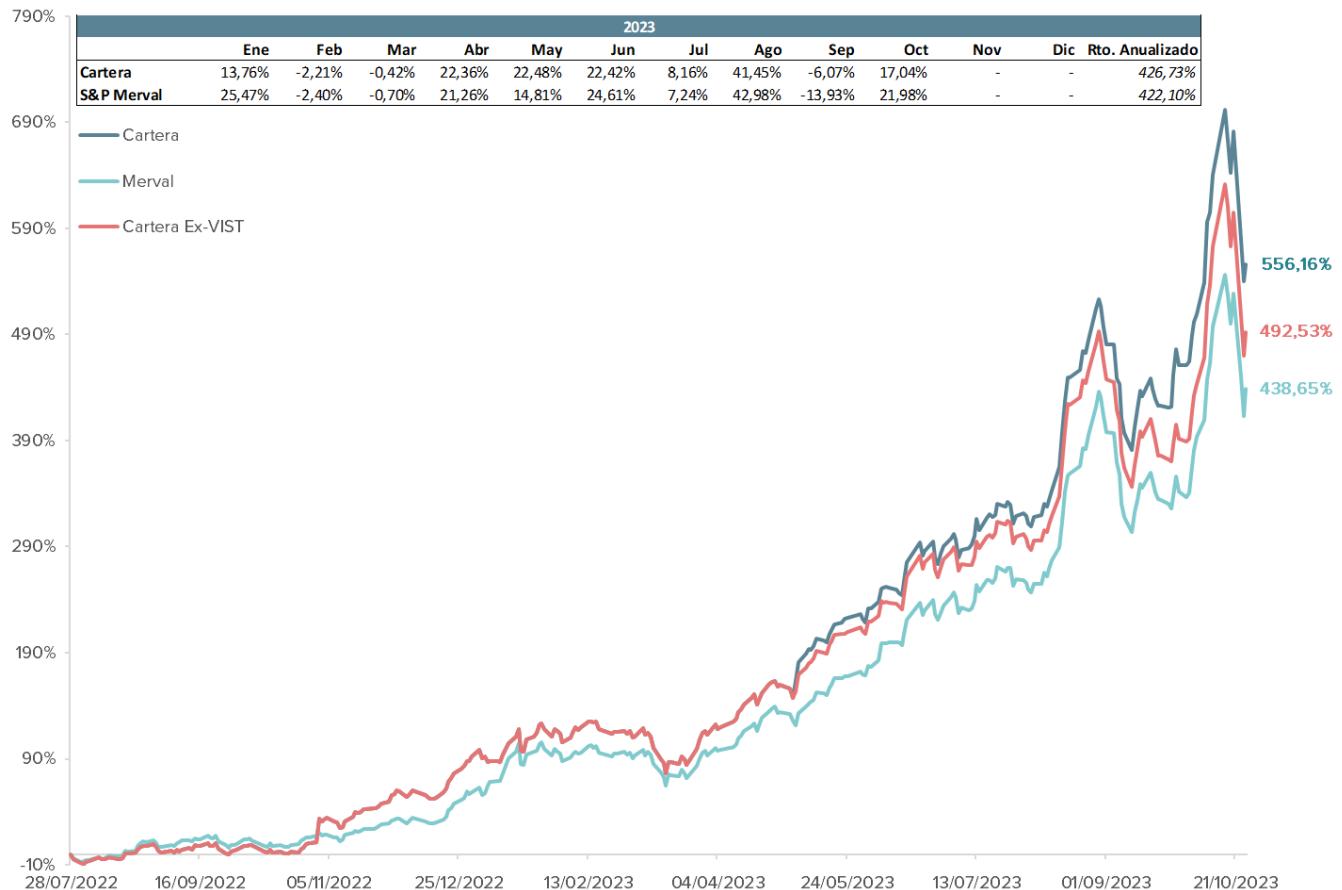
Cartera de Equity Argentino



Cartera por Sector



Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval



📌 Bonus Track: El S&P Merval frente al CCL y la inflación

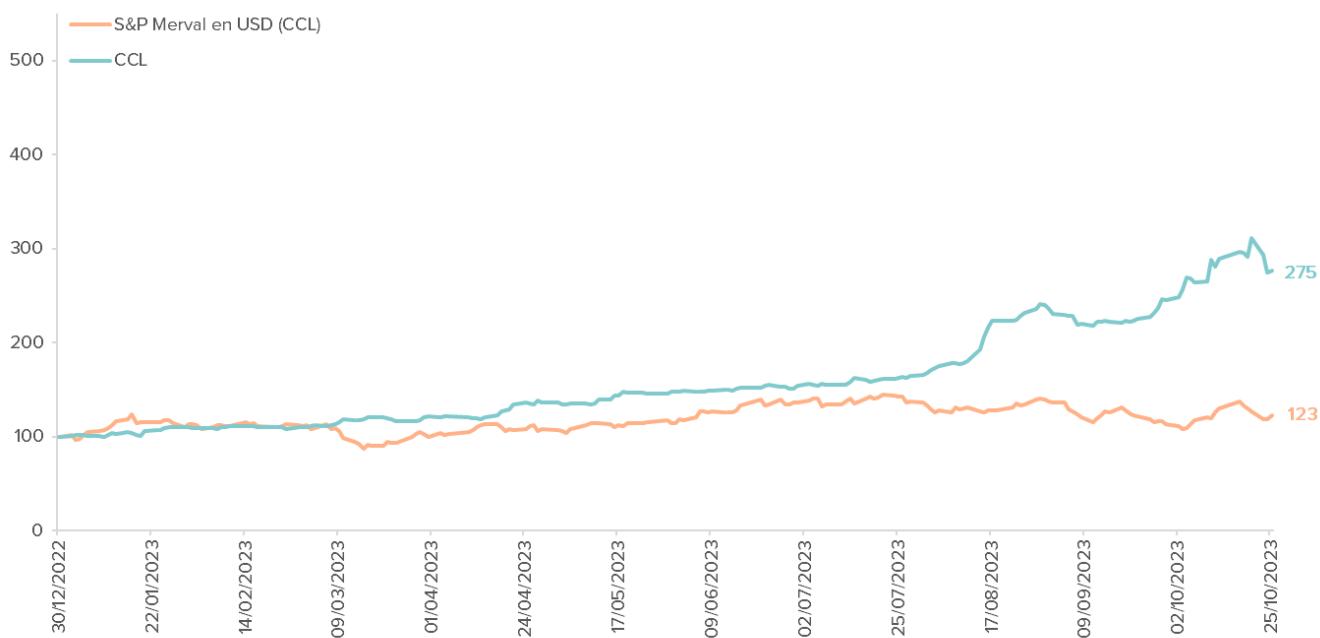
¿Qué tan bueno ha resultado el S&P Merval como cobertura cambiaria?

Si bien en un análisis que realizamos en el que analizamos el comportamiento del S&P Merval frente a devaluaciones pasadas quedó evidenciado que el equity argentino es bastante defensivo frente a depreciaciones de la moneda, la cobertura no es perfecta. En el siguiente gráfico se puede observar de manera más intuitiva este fenómeno: el S&P Merval tiene un acople natural a la evolución del CCL pero no es una cobertura perfecta.

Desde el inicio del 2023 el S&P Merval fue una buena cobertura, pero a partir de julio de este año la misma dejó de ser eficaz; es decir, el CCL tuvo un incremento significativamente mayor que el índice de acciones:

S&P Merval en USD (CCL) vs. Dólar CCL

(Variaciones Diarias - 100 = 30/12/2022)



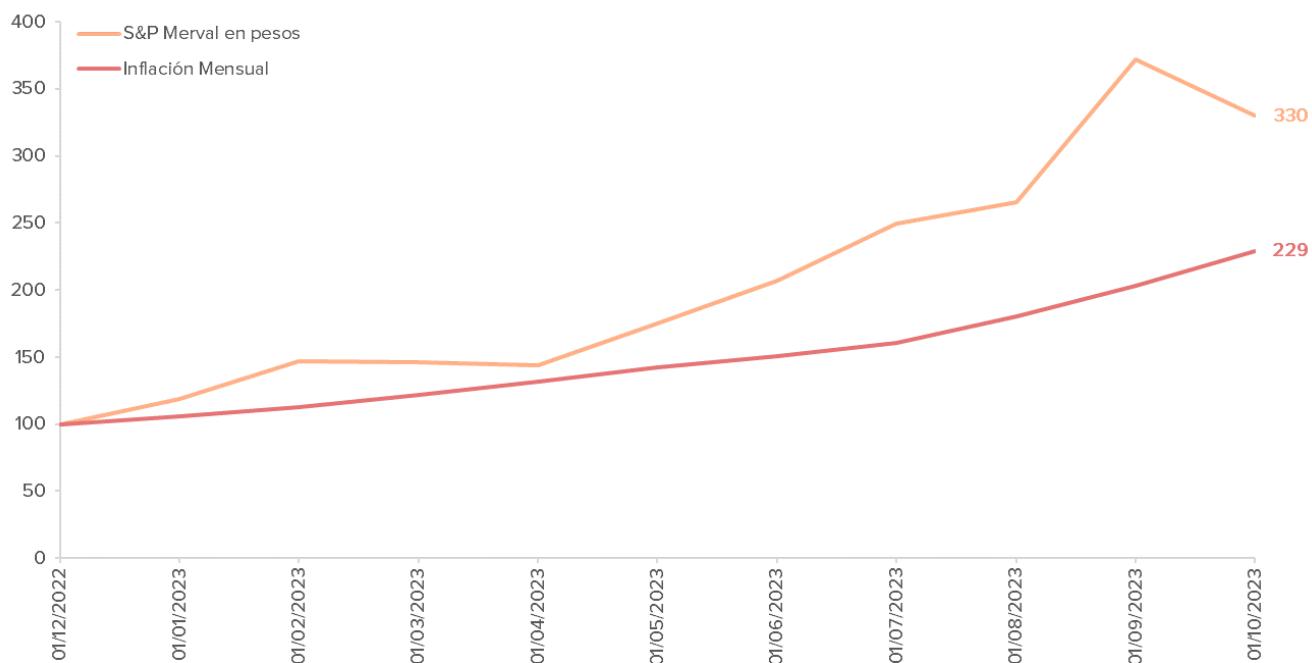
Fuente: IEB en base a Refinitiv y Byma Data.

¿Qué tan bueno ha resultado el S&P Merval como cobertura a la inflación?

Los resultados son muy distintos cuando lo que se mide es la posibilidad de protegerse de la inflación con el S&P Merval. En este caso el desempeño del índice ha superado con creces a la inflación:

S&P Merval en pesos vs. Inflación

(Variaciones Mensuales - 100 = 30/12/2022)



Fuente: IEB en base a Refinitiv, Byma Data e INDEC.

Bonus Track: ¿Qué hacemos con los bancos?

Nuestra cartera de acciones viene siendo defensiva, buscamos las acciones que se ajusten a los siguientes criterios:

1. Puedan hacer un buen pass-through de inflación y/o devaluación
2. Tengan drivers genuinos aún en este contexto macro complejo
3. Comercialicen bienes que se encuentran ligados al tipo de cambio
4. Destinen un interesante porcentaje de sus ventas al exterior
5. Posibilidad de headgear riesgo argentino

Con estos criterios destinamos un porcentaje mínimo al sector financiero sosteniendo que un plan de estabilización (JxC) y las declaraciones de Milei (LLA) difícilmente se implementaran dejando indemnes a los bancos. Luego del resultado de la elección general, al quedar Massa muy bien posicionado se abre la oportunidad para repensar la estrategia.

Nuestra tesis es que Massa, más allá de los ajustes en la macro que deberá implementar, no impondría un cambio drástico en el esquema monetario actual: leyes y deuda del tesoro en pesos. **A corto plazo creemos que el sector bancario puede realizar un “catch-up” ya que las acciones de los mismos se encuentran significativamente rezagadas con respecto al índice y sectores como el energético, materiales, etc.**

La duración de la oportunidad dependerá mucho de cómo se vayan perfilando los candidatos: a mayor probabilidad de un Massa presidente, más oportunidad en el trade y vice-versa. En segundo lugar también entraría a jugar una potencial posición de Milei un poco más moderada en lo que refiere a la política monetaria; hasta el momento en declaraciones posteriores a la elección ha manifestado su intención de “no negociar” la eliminación del BCRA y, por tanto, continuar con el proyecto de dolarización. Este escenario sería claramente complejo para el sistema bancario.

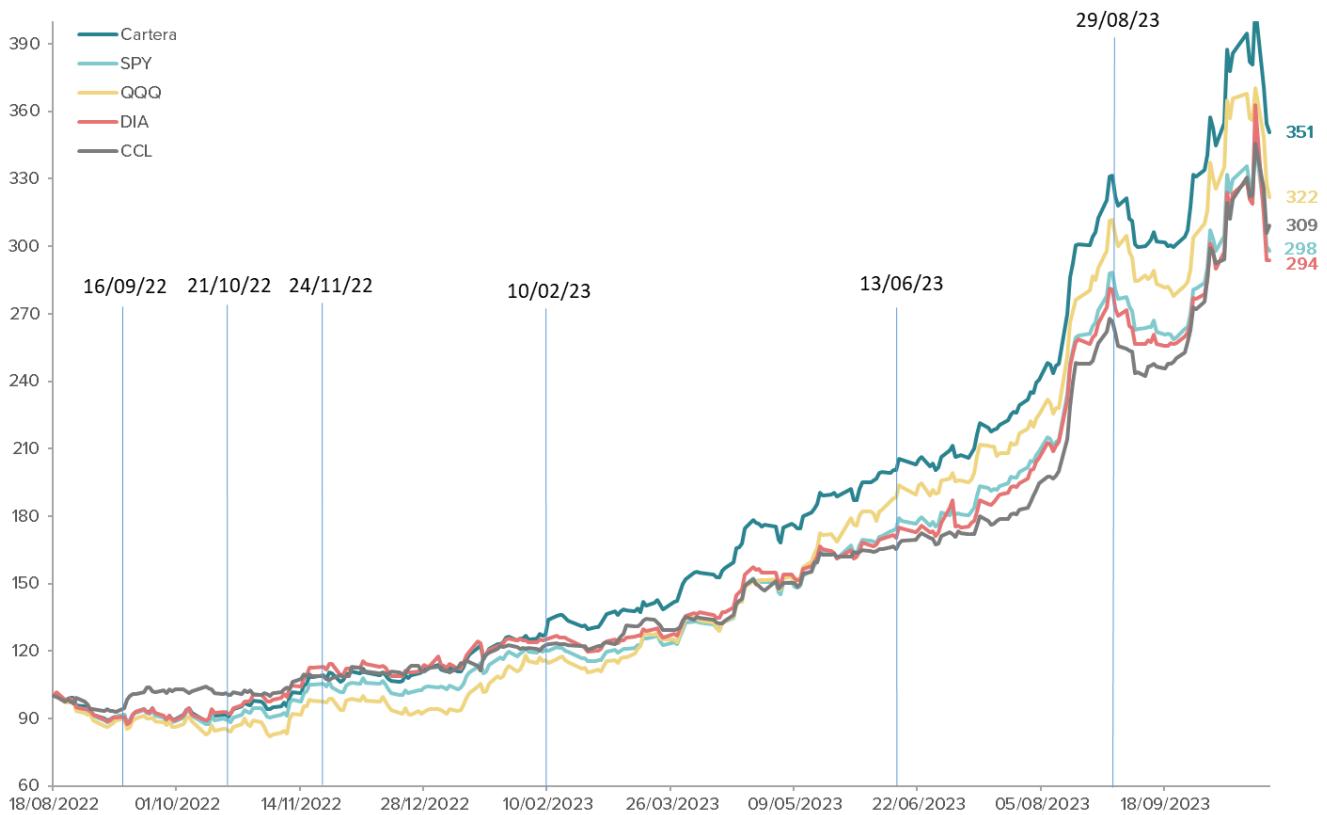
CARTERA DE CEDEARS

Tras las últimas declaraciones de Jerome Powell, el mercado estadounidense comenzó a asignar una alta probabilidad (99,3%) a que se mantendrá la tasa en los niveles actuales durante la próxima reunión del FOMC el 1 de noviembre, lo que generó cierta calma en los activos. Bajo este contexto, nuestra cartera de CEDEARs mantiene su rendimiento en términos anuales 2605 bps por encima del rendimiento que obtuvo nuestro benchmark; el SPY (S&P 500), durante el mismo periodo.

Así mismo, también ha mostrado un rendimiento considerable por encima del DIA (Dow Jones Industrial) y el 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%	5,89%	-	-	211,40%
SPY	13,86%	-2,48%	14,33%	13,75%	8,22%	11,29%	11,19%	38,99%	0,21%	5,94%	-	-	185,35%
DIA	10,50%	-4,21%	12,78%	14,13%	4,55%	9,39%	11,20%	38,32%	1,62%	6,17%	-	-	158,58%
QQQ	18,83%	-0,27%	20,66%	12,49%	16,12%	11,41%	11,59%	39,40%	0,24%	5,24%	-	-	241,52%
CCL	7,61%	0,79%	0,79%	8,59%	11,36%	4,58%	7,37%	42,45%	4,01%	13,58%	-	-	174,46%

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 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.