

Jueves 23 de septiembre de 2021



Análisis posterior a las elecciones PASO 2021

Panorama internacional

En escenario global, el principal driver para los mercados continúa siendo las novedades de los bancos centrales sobre la desaceleración en los programas de estímulos monetarios que vienen llevando a cabo. Este mes, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que podría comenzar a reducir el ritmo de adquisición de activos de su Programa de Compras de Emergencia por la Pandemia. Por su parte, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) atraviesa la misma discusión sobre si es momento o no de iniciar el [tapering](#). Para que esto suceda, sin embargo, se debe observar un claro avance de la economía y, principalmente, una fuerte recuperación del mercado laboral. Esto último aún no parece claro porque el viernes 3 de septiembre se conoció que el dato de nóminas no agrícolas de agosto para el país norteamericano resultó inferior a lo esperado. Se crearon 235K puestos de trabajo, por debajo de los 750K estimados, los 1.053K de la medición anterior y 374K señalados por el cambio del empleo no agrícola ADP.

Si bien los indicadores técnicos sobre producción muestran niveles sólidos y ciertos avances en las economías más desarrolladas, no se debe dejar de lado la inflación cuando se habla de tapering. Es un hecho que Estados Unidos está por encima de su objetivo de 2% anual, ya que la inflación de agosto se ubicó en 0,3%, con la medición anual en 5,3%. La inflación núcleo (que excluye los precios de alimentos y energía) se situó por debajo de las estimaciones de los analistas. No obstante, la inflación mayorista se aceleró 0,7% con respecto a julio y alcanzó 8,3% en la comparación interanual, un nuevo máximo para este registro.

Aunque todavía persisten ciertos temores sobre la variante Delta del Covid-19 y el devenir de la pandemia, los últimos registros de contagios en Estados Unidos alcanzaron un promedio inferior a los registrados a fines del mes pasado. Además, el país planea permitir la libre entrada aérea para la gran mayoría de extranjeros que tengan vacunas aplicadas.

En las economías más avanzadas, que contaron con un mayor ritmo de vacunación, la reapertura pareciera ir acelerándose, a la vez que se rehúsan a frenar actividades y regresar a los encierros a pesar de nuevos rebrotes. La última discusión estaría girando en torno a si es necesario aplicar una dosis adicional de las vacunas para potenciar sus efectos. Estudios recientes mostraron que una tercera aplicación de Pfizer puede reducir las tasas de enfermedades relacionadas al virus en mayores de 60 años y una segunda inyección de Johnson & Johnson generó 100% de protección contra enfermedades severas.

Por lo tanto, habrá que mantenerse atentos sobre la evolución de estas variables. Permitirá tener una idea un poco más precisa acerca de las próximas medidas, respecto a los programas de estímulos monetarios en las economías desarrolladas.

ROSARIO

Mitre 885 - Piso 1

CÓRDOBA

25 de Mayo 130 - Piso 1

Una empresa de Grupo Transatlántica

(0341) 528 3840

contactoros@tsabursatil.com.ar

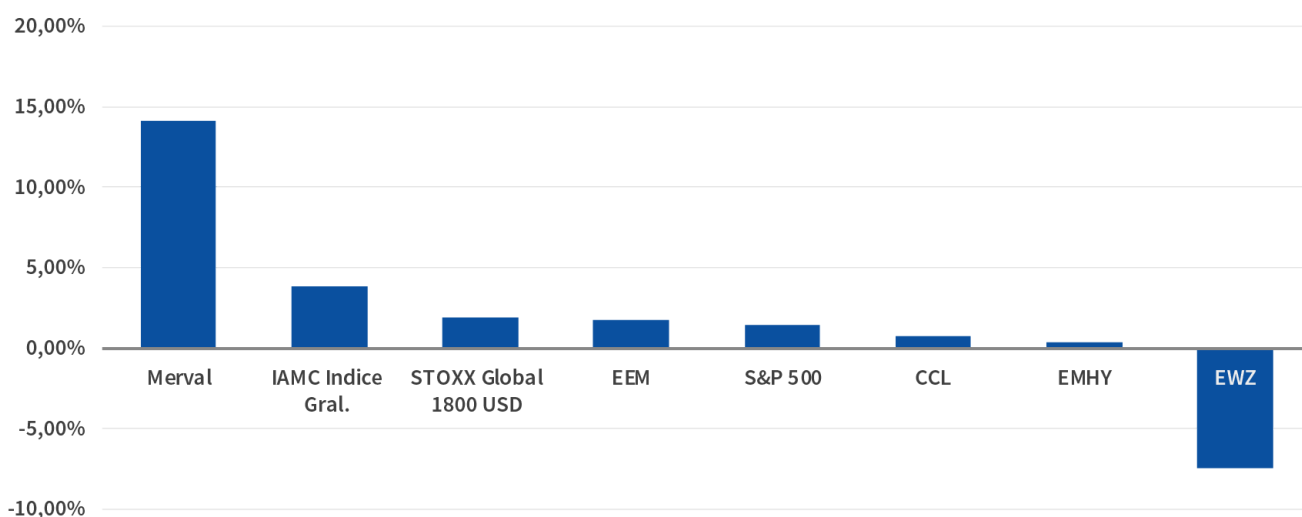
(0351) 570 6713

contactocor@tsabursatil.com.ar

Contexto local

En la jornada previa a las elecciones primarias abiertas simultáneas y obligatorias (PASO) de este año, el S&P Merval medido al dólar contado con liquidación llegó a los 446 puntos, tras un alza del +22,11% desde que comenzó el 2021. Este nivel fue aproximadamente un +4,68% superior al observado el 6 de marzo de 2020, previo al primer “Black Monday” en el marco del Corona-Crash; +18,27% por encima de los 377 del día del anuncio del éxito de la reestructuración de deuda del año pasado y -54,13% debajo de los 973 puntos conseguidos en la jornada anterior a las PASO de 2019.

En cuanto al avance del selectivo local de casi +22% en la previa a las elecciones, podemos distinguir dos períodos: una suba de aproximadamente +7,0% desde principios de año a finales de julio y una revalorización mayor a +14,0% desde finales de julio al 10 de septiembre. La performance de la primera etapa fue marcadamente superior al retroceso de -0,14% visto en el iShares MSCI Emerging Markets ETF, aunque inferior al avance de más del +13% en equity global, principalmente por compras de oportunidad por deprimidas valuaciones de los activos locales.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

En esta segunda etapa de la revalorización del Merval, se dio lugar a un notorio outperform sobre el equity internacional, S&P 500 e índice de emergentes, mientras se observaron los drivers políticos con la publicación de encuestas que, en la previa a las elecciones primarias, arrojaban la posibilidad de un empate técnico entre oficialismo y oposición.

Independientemente de los recientes movimientos de mercado, estimamos que la macroeconomía merece un comentario aparte. Si bien la pandemia impuso presiones a lo largo y a lo ancho del mundo, Argentina enfrenta desafíos particulares desde la crisis de balanza de pagos del 2018. Se encaró una reestructuración de deuda soberana en bonos en 2020, pero tuvo un impacto acotado dado que no logró una reducción sustancial del riesgo país. Inflación, brecha cambiaria, déficit fiscal, reservas internacionales limitadas, el desafío de engrosar el saldo superavitario de balanza comercial, la conversión del préstamo SBA del FMI por un EFF y el reto de trazar un plan económico consistente son algunas de las asignaturas pendientes en el corto y mediano plazo.

ROSARIO

Mitre 885 - Piso 1

CÓRDOBA

25 de Mayo 130 - Piso 1

Una empresa de Grupo Transatlántica

(0341) 528 3840
contactoros@tsabursatil.com.ar

(0351) 570 6713
contactocor@tsabursatil.com.ar

El "trade" electoral

En las semanas previas a las elecciones primarias, el mercado veía como catalizadores de las valuaciones de los activos locales al resultado electoral y los avances en torno a un potencial acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). La utilidad de esto último reside en la demanda de un plan económico que permita el anclaje de expectativas a través de metas fiscales, monetarias y cambiarias, mientras las elecciones tienen la capacidad de marcar qué tan probable puede ser un giro en las políticas de corto a mediano plazo que tienda a la estabilización macroeconómica.

Desde la primera encuesta favorable a la oposición a finales de julio hasta la jornada previa a las primarias, el Merval en dólares subió +14,10%, pasando de 391 a 446 puntos. Tomando como referencia las PASO de 2013, desde que comenzó el flujo de encuestas a principios de julio de ese año hasta las elecciones, los movimientos del Merval fue alcista en un +7,89%, un poco más de la mitad de lo observado en 2021. Si bien en renta variable se mostraron subas en las principales acciones, los inversores se mantuvieron cautelosos en el segmento de renta fija durante la semana previa a los comicios.

Finalmente las elecciones llegaron y los resultados fueron una sorpresa para gran parte de la población. Después de que las diversas encuestas marcaran una importante dispersión y un gran número de "indecisos", el recuento mostró a la oposición Juntos por el Cambio como ganador a nivel nacional, logrando 41,4% de los votos ante el 32,2% de Frente de Todos.

En la jornada bursátil posterior a los comicios, el mercado comenzó a ajustar los precios nuevamente al alza desde momentos previos a la apertura de la bolsa neoyorquina. Acciones líderes como Grupo Galicia, Banco Supervielle, YPF, Central Puerto, Pampa Energía promediaron subas cercanas al 10% en dólares como reacción ante el resultado obtenido. Por parte de la renta fija, tomando rendimientos promedio, el lunes 13 los bonos bajo legislación extranjera tuvieron subas en torno al 4,27% en dólares, mientras que los locales ascendieron 2,22% manteniendo la sintonía favorable por las elecciones.

Sin embargo, tras la sobre-reacción inicial de los mercados al resultado electoral, el transcurso de la primera semana concentró dudas acerca de cuáles serían los siguientes movimientos del oficialismo de cara a noviembre, con sospechas sobre una posible reconfiguración del gabinete, la cual finalmente se terminó concretando. En este nuevo escenario, el Merval en dólares subió un +2,17% en la semana post PASO, concentrando gran parte de la suba el lunes, mientras que los bonos en dólares ley local avanzaron un +2,00% en promedio y los ley extranjera lo hicieron un +3,07%.



Escenario post elecciones

El resultado obtenido en las PASO generó que el oficialismo se plantee un cambio de estrategia para llegar a las elecciones legislativas con mayor participación. Se abordaron distintas posibilidades, algunas de las cuales ya se concretaron, como una actualización en el sistema de jubilaciones, el regreso del IFE para trabajadores informales y la revisión de los salarios tanto del sector público como del privado. Además, para aquellos empleados que desarrollen sus actividades en relación de dependencia, el gobierno ajustaría el mínimo no imponible del impuesto a las ganancias y se buscaría eliminar los límites en el uso de tarjetas de crédito, cuando las compras estén incluidas dentro del plan "Ahora 12".

Todas estas iniciativas apuntan a recomponer el poder de compra de la población para generar aceptación y recuperar la confianza. Según la Universidad Torcuato Di Tella, el Índice de Confianza en el Gobierno cayó 30% de forma interanual en septiembre y 52% desde el pico registrado en abril de 2020.

A su vez, no se debe dejar de lado que este plan podría traducirse en financiación monetaria del déficit, que sería una variable sensible para el gobierno, si busca evitar el desborde de la inflación (que recién en agosto quebró la barrera del 3% mensual) y mantener a raya los tipos de cambio.

Asimismo, el Tesoro perdió fuerza en las últimas licitaciones, sobre todo en agosto cuando el roll-over de deuda no llegó al 100% por primera vez desde junio del año pasado. De no revertirse esto, la asistencia del Banco Central (BCRA) se vuelve una alternativa probable. En esta línea, dado que las fuentes de financiamiento monetario al Tesoro se encuentran al límite de lo permitido por la Carta Orgánica del BCRA, el gobierno decretó incorporar los DEGs recibidos del FMI en el cálculo de los recursos corrientes, con el fin de financiar el Presupuesto General. Esta operatoria se concreta colocando letras intransferibles en dólares al Central, a cambio de la suma de 422.174 millones de pesos, que serían utilizados para cancelar adelantos transitorios del BCRA.

Por lo tanto, mirando hacia adelante, es conveniente resaltar ciertos aspectos como deprimidas valuaciones de activos, que acotan los espacios a la baja, y pagos en moneda extranjera limitados en el corto plazo, que podrían aliviarse aún más si se consigue un acuerdo con el FMI. Esto último permitiría la aplicación de un programa de medidas más ortodoxas que apunten a un reordenamiento de las cuentas públicas. A su vez, no debe pasarse por alto la recuperación de diversos sectores económicos, con el regreso a la presencialidad y menores aforos para ciertas actividades, a medida que el plan de vacunación avanza. Otros factores cuyo impacto puede ser negativo para la economía son: la inflación que se mantiene en niveles altos, aún con un tipo de cambio y precios regulados; la persistente desconfianza de inversores externos a posicionarse en activos locales; y un tipo de cambio real posiblemente apreciado, dada la dinámica devaluatoria e inflacionaria. También, la posibilidad de radicalización política del oficialismo y, a nivel internacional, un endurecimiento de la política monetaria en países desarrollados que conduzca a un flight-to-quality, repercutiendo sobre la economía local.



Estrategia de inversión post PASO

> Renta fija en dólares

Para evaluar el potencial de apreciación de diversos títulos públicos en dólares, utilizamos una simulación de escenarios. Así, en función de distintos supuestos, realizamos un ejercicio de valuación de bonos soberanos a fecha 31 de marzo de 2022, computando los cupones de interés cobrados hasta ese momento:

- **Escenario neutro:** Sólo por el paso del tiempo, a medida que nos acerquemos tanto al pago de mayores cupones de interés como al vencimiento de los títulos, sube el precio de los bonos valuados a la misma tasa interna de retorno. A los fines de este ejercicio, hemos mantenido la TIR del miércoles 22 de septiembre para operaciones en T+2. Como resultado de esta simulación, vemos mayor potencial posicionarse en los bonos GD29 y GD30 en legislación extranjera, y en AL29 y AL35 bajo ley local.

- **Escenario positivo:** Si el gobierno opta el camino de normalización de la economía con un acuerdo con el FMI y el resultado de las elecciones deriva en un giro en las políticas de corto a mediano plazo que tiendan a la estabilización macroeconómica, estimamos que es posible una compresión de rendimientos. Si bien un escenario positivo podría contemplar un cambio en la pendiente de la curva de rendimientos, pasando de negativa a positiva, tomamos como referencia conservadora la estructura de retornos observada el 30 de septiembre de 2020 y asumimos una convergencia a esas tasas en marzo de 2022. En función de esto, dentro de los Globales vemos mayor atractivo en GD35 y GD29, mientras que entre los Bonares resaltan el AL30 y AL35.
- **Escenario negativo:** Actualmente los precios y rendimientos de los bonos presentan una alta probabilidad de un evento crediticio, dado que probablemente Argentina requiera acceso al Mercado de Capitales en la medida en que la estructura step-up de los cupones de los bonos impone mayores exigencias, y este ingreso requiere necesariamente un acuerdo con el FMI y un plan económico consistente. Planteamos un escenario en donde al 31 de marzo de 2022, el mercado descuenta que se producirá un nuevo canje de bonos el 31/12/2023, que todos los inversores reciben en esa fecha títulos valuados en 55 dólares tras cobrar las rentas contractuales de los bonos en julio 2022 y en enero y julio 2023. Los resultados obtenidos destacan a los GD35 y GD46 (prácticamente indiferente con el GD41) entre los Globales, mientras que entre los Bonares lo hacen el AL35 y AL41.

Promediando los retornos según cada escenario, dentro de los bonos en ley extranjera se destacan GD35 y GD29. Dentro de los títulos bajo ley local, AL35 y AL30 se perfilan como las alternativas preferidas. Advertimos que, a los fines de calcular los potenciales retornos de cada estrategia, utilizamos los precios de cierre de los títulos del miércoles 22 de septiembre.

> Renta fija en pesos y dollar-linked

Para colocaciones con vencimiento en 2021, el mayor atractivo se encuentra en el armado de un sintético, que consiste en la compra del bono dollar-linked T2V1 junto con una posición corta en los futuros DLR112021. Esta estrategia permite materializar una TIREA aproximadamente del +50,5%. En segundo lugar, tenemos las Ledes con rendimientos que promedian +45,5% al cierre del miércoles 22 de septiembre en T+2. Finalmente, tomando en cuenta las proyecciones de inflación del último REM del BCRA, vemos que la TIR proyectada de la Lecer X31D1 se ubica casi un +3,1% por debajo de la TIR observada en las Ledes S31D1 (+47,44%). En cuanto a colocaciones a mediano plazo, según el análisis de distintas fuentes de mercado que consideramos confiables, nos inclinamos por los bonos CER TX22 y TX23.

En cuanto a la dicotomía entre posicionarse en el segmento dollar-linked o CER, vemos que de cara al vencimiento de los títulos TX22 y TV22, si se cumplen los supuestos de inflación del último REM, se precisaría un tipo de cambio oficial entre a \$131 y \$131,5 para encontrarse indiferente entre una y otra alternativa. Sin embargo, esto implicaría una importante aceleración del deslizamiento actual del dólar: si 2021 termina con un tipo de cambio oficial en 105,75, llegar a 130 a finales de abril implicaría un avance en línea con una TNA de casi un +75,0%.

Si bien los principales lineamientos incluidos en el Presupuesto 2022 presentado por Martín Guzmán estiman un crecimiento de la economía de 4%, inflación del 33%, una depreciación nominal del tipo de cambio de 28%, para llegar a \$131,1 (lo que implica finalizar 2021 en 102,42), una baja del déficit primario desde 4% a 3,3% y un déficit financiero ubicándose en 4,9%, creemos que el consenso de mercado del REM brinda supuestos más sólidos para el análisis de estrategias.

> Renta variable

Tomando como referencia las elecciones de 2013, los movimientos del Merval en dólares (CCL) desde que comenzó el flujo de encuestas a principios de julio de ese año y las elecciones, fue alcista en un +7,89%, pasando el índice de aproximadamente 384,99 a 415,37 en la jornada previa a las primarias. Luego, a partir de las PASO hasta la rueda anterior a las generales, el alza fue de un +41,38%, tocándose el nivel de 587,24. Finalmente, a un año vista de esa elección, el 27 de octubre de 2014 el Merval se ubicó en casi 793,90, “ralleando” aproximadamente un 35% adicional, con marcadas idas y vueltas. En cuanto al segmento de renta fija, el EMBI pasó de 1.199 el 28 de junio y 1.189 el 2 de julio de 2013, cuando comenzaron a fluir las encuestas, a 1.052 en la rueda anterior a las PASO. Después del 25 de octubre, en la previa a las elecciones generales, el riesgo país se ubicó en 891 puntos, aunque recién se quebraron a la baja los 1.000 puntos el 4 de octubre de ese año. El 27 de octubre de 2014, el EMBI se posicionaba en 736 puntos.

Buscando extrapolar lo sucedido, y dejando de lado drivers distintos a los políticos, desde la primera encuesta favorable a la oposición de finales de julio y el 3 de septiembre, el Merval en dólares ascendió +14,11%, pasando de 391 a 446. Si los 587 previos a las generales de 2013 son una referencia válida, desde el 10 de septiembre en adelante podrían quedar espacios de upside de más del +31,60%, si y sólo si se repite la historia. Sin embargo, en un contexto internacional posiblemente más adverso y a cambios en el gabinete del presidente Fernandez que no han sido bien recibidos, el Merval en dólares descendió -4,15% desde la jornada previa a las PASO al 20 de septiembre.

De manera complementaria, analizamos los múltiplos de valuación del Merval en su conjunto para buscar potencial de apreciación. Si tal y como mencionamos anteriormente, el gobierno opta por un camino de normalización de la economía y el resultado de las elecciones generales deriva en un giro en las políticas de corto a mediano plazo que tiendan a la estabilización, podría habilitarse una convergencia desde el ratio P/BV actual del Merval 0,91x al 1,09x observado el 3Q13, lo cual implicaría una posible apreciación de más del 18% en pesos para el Merval (desde el miércoles 22 de septiembre).

	2Q13	3Q13	4Q13	2Q21	Actual
PER	0,31	5,03	6,35	16,85	20,83
Precio/valor libro	0,71	1,09	1,04	0,798	0,91
EV/Ventas	0,37	0,64	1,17	0,90	0,87
EV/EBITDA	2,36	3,75	5,49	3,07	2,83

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg. Fecha de consulta: Martes 21 de septiembre de 2021.

Sin embargo, destacamos tres cuestiones finales. En primer lugar, no necesariamente la historia debe repetirse. Segundo, observamos diferencias en el punto de partida de los múltiplos de valuación en promedio de las compañías argentinas. Según datos de Bloomberg, en el 2Q13 el EV/EBITDA del Merval era de 2,36x, luego pasó a 3,75x en el 3Q13 y 5,49x en el 4Q13. Dado que en el 2Q21 el múltiplo EV/EBITDA se ubicó en 3,07x, estimamos que todavía pueden existir espacios para la apreciación, que también sugiere otros múltiplos como el P/BV, aunque el contexto de mayor riesgo país podría implicar que las cifras no son del todo comparables. Finalmente, remarcamos que si bien podría existir potencial de apreciación en compañías argentinas, se tratan de inversiones que consideramos de riesgo y volatilidad considerables.

Términos y condiciones

Este documento es distribuido exclusivamente para información de los clientes de Transatlántica S.A. Bursátil, Agente Liquidación y Compensación N° 112 de la CNV - Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI N° 68 de la CNV, en adelante "TSA BURSÁTIL".

No constituye publicidad, ni oferta de compra o venta de productos financieros, ni invitación o solicitud de suscripción de valores u otros instrumentos financieros, ni tampoco para participar en alguna estrategia de negociación. No constituye una invitación de realizar ninguna operación bursátil ni a iniciar ningún tipo de gestión relacionada con ellos.

La información, opiniones y declaraciones contenidas en este documento corresponden a la fecha en que fue elaborado el mismo y han sido obtenidas de fuentes públicas que se consideran confiables, pero que no han sido independientemente verificadas, no existiendo garantías y no aceptando responsabilidad en cuanto a su exactitud e integridad. Las mismas, pueden estar sujetas a cambios sin previo aviso por lo que no describen íntegra y detalladamente la totalidad de los aspectos relevantes y los riesgos vinculados. TSA Bursátil no será responsable de los daños o perjuicios que el usuario de la información pudiera sufrir derivados del acceso, uso o mala utilización de los contenidos, ni por eventuales daños patrimoniales. La rentabilidad y los resultados históricos se proporcionan únicamente a los fines ilustrativos y no reflejan necesariamente nuestras expectativas para el futuro. El valor de las inversiones puede fluctuar. Los resultados obtenidos en el pasado no son garantía para el futuro.

Los clientes interesados en realizar alguna operación deben tener en cuenta que:

- Todas las inversiones/operaciones implican riesgos de pérdida total de la inversión realizada.
- El cliente debe actuar con prudencia y a su propio juicio al tomar una decisión, teniendo en cuenta sus recursos personales, normas vigentes y su condición fiscal.
- La evolución histórica de los precios de los valores o instrumentos y los resultados históricos de las inversiones, no garantizan resultados futuros. Tampoco el consenso de mercado en torno a posibles escenarios futuros aseguran ningún tipo de resultado.
- Algunas inversiones pueden no ser fácilmente realizables, incluso pueden estar sujetas a caídas repentinas que impliquen en la realización de las mismas recibir menos de lo invertido o ser obligados a pagar más.
- Ciertos productos están sujetos a restricciones legales y/o cambiarias, lo que implica que no pueden ser adquiridos de forma ilimitada por todos los clientes de TSA BURSÁTIL.
- La variación en las tasas cambiarias puede producir la disminución o el aumento del valor o la renta de una inversión.
- Previo a realizar cualquier operación, el Cliente debe asesorarse por un profesional especializado conforme sus necesidades.

En ningún caso TSA BURSÁTIL será considerada responsable por el resultado de las operaciones realizadas por los Clientes.

Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización total o parcial, de este documento sin consentimiento expreso de TSA BURSÁTIL.