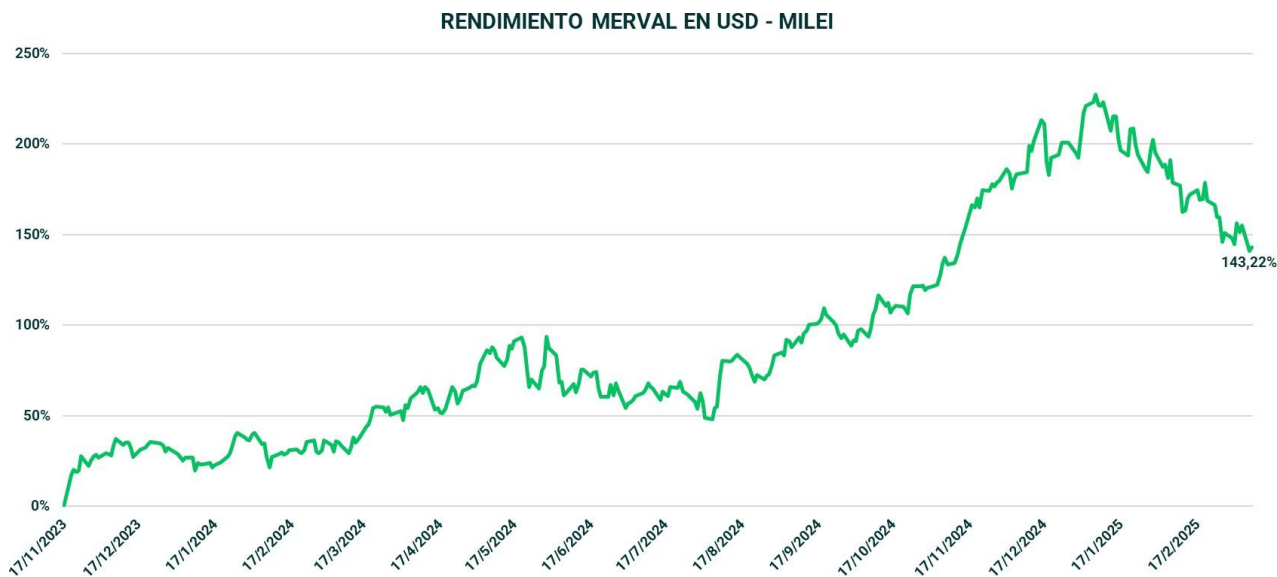


## ¿Equity o Renta Fija?

Desde el balotaje de 2023, el Merval en dólares ha exhibido un rendimiento destacado, registrando un aumento de aproximadamente el 143% medido en dólares al CCL. Aunque se encuentra alejado de sus máximos recientes (zona de USD 2.373, +34% desde los valores actuales).

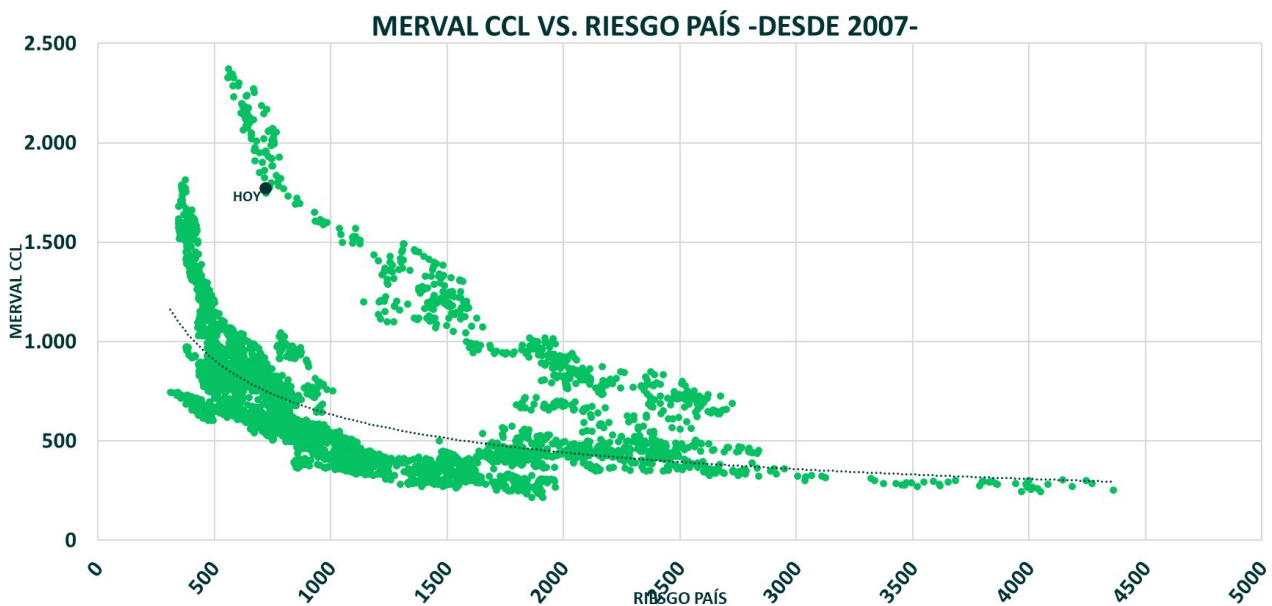


Si bien es cierto que el equity viene con un desempeño realmente destacable en los últimos 24 meses, la pregunta obligada es si hacia adelante sigue siendo el mejor asset class para exponerse a Argentina. Y en la balanza comparativa, como sustituto natural, surgen los bonos hard dollar, dado que, aún a estas paridades, la renta fija se comporta todavía como renta variable en términos de rendimiento y volatilidad ante movimientos más bruscos de mercado. Al evaluar la relación riesgo-retorno en comparación con el riesgo país, se observa un nivel del equity en dólares por encima del promedio. Aunque hay que considerar que el análisis contra riesgo país omite el detalle del spread negativo entre las tasas de financiación del soberano y el corporativo. Si la correlación histórica se respeta hacia adelante, existe una posibilidad de que el Riesgo País y/o el Merval ajusten a la baja. Incluso considerando que la relación histórica no se está cumpliendo, vemos que en los puntos recientes tampoco se ve que la situación actual sea tan favorable para el Merval respecto de la renta fija. Una cuestión a destacar es que la dispersión está realizada con valores nominales del Merval, algo que si lo ajustamos en términos reales por inflación desplazaría la curva hacia arriba, por lo que no necesariamente el Merval tendría que ajustar linealmente a la baja como se interpreta en el gráfico de a continuación. Es decir, un análisis en dólares constantes probablemente sea más favorable para el equity. En estos términos nominales que vemos en el gráfico, hay un leve sesgo a favorecer a los bonos.

Desde nuestra perspectiva y dada la reciente corrección, observamos la posibilidad de una corrección a la baja en el riesgo país en el corto plazo. Creemos que el Merval continuará experimentando volatilidad en los próximos meses, donde los ojos estarán puestos en la fuerza de la reactivación económica, el acuerdo con el FMI, las elecciones de medio término y la flexibilización cambiaria que permita entre



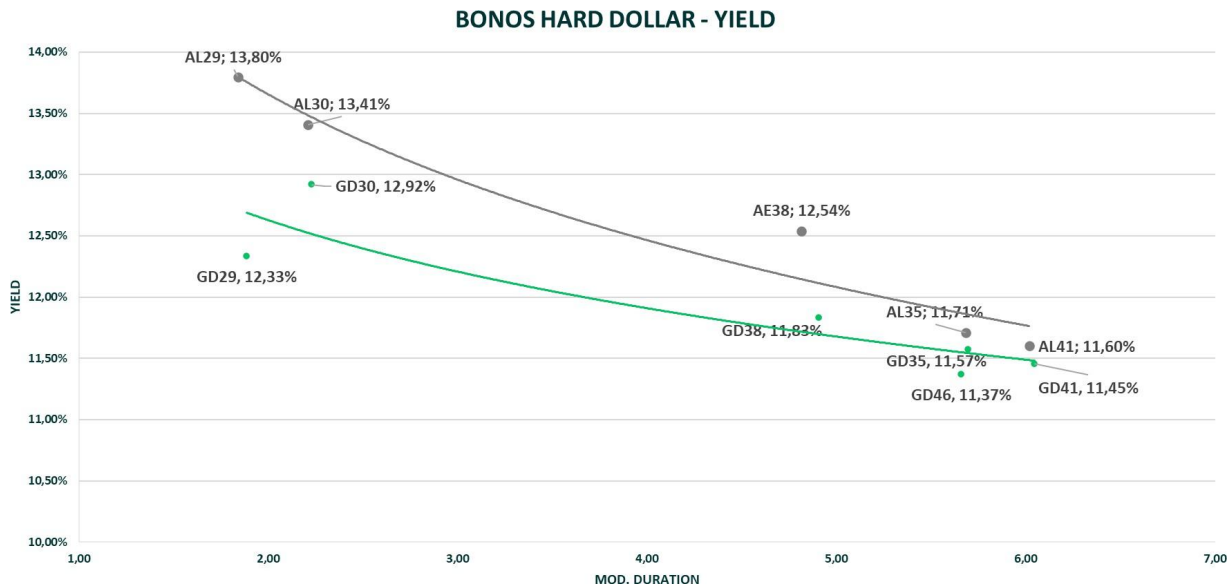
otras cosas volver a ubicar a Argentina como mercado emergente, algo que según JP Morgan significaría un flujo de aproximadamente USD 1.000 MM. Otra cuestión a comentar es lo que en general agregamos a este análisis como una de sus fallas: el componente de riesgo en tasas de deuda privada es bastante más bajo que el soberano actualmente y no se mantuvo constante en el tiempo como para no afectar al análisis. Por lo tanto tampoco consideramos que quede tan claro que el equity esté en niveles insostenibles sino que estamos en momentos donde deberíamos elegir bastante bien los sectores a los que exponerse.



El principal factor que afecta negativamente a los bonos es el bajo nivel de reservas del Banco Central de la República Argentina, lo que genera dudas sobre la capacidad de pago de la deuda en dólares, especialmente considerando los vencimientos que el país deberá enfrentar en los próximos años. No obstante, la voluntad de pago no está en discusión y es lo que, por el momento, ha sostenido estas paridades. **Si bien el pago no será sencillo, en nuestra opinión el gobierno conseguirá los fondos para efectuar el pago, tal como lo hizo en enero. Además, no descartamos que un beneficioso acuerdo con el FMI permita en el corto plazo volver a los mercados internacionales y de esta manera rolear la deuda. Por el momento vemos con buenos ojos para perfiles moderados y agresivos, la posibilidad de posicionarse en títulos de renta fija en moneda dura, tanto soberanos como del BCRA.**

En relación a la reducción del riesgo país, las elecciones de medio término serán cruciales. Si el gobierno logra una elección aceptable (alrededor del 40%) o, más específicamente, si la oposición más dura no obtiene buenos resultados dado que renueva un número importante de bancas, la reducción del riesgo país a niveles cercanos al promedio de la región sería factible.





Dicho esto, **la relación riesgo-retorno de los bonos soberanos nos parece muy atractiva para perfiles moderados y agresivos**. Específicamente, el AL30 pagará una amortización de USD 8 y, sumado al interés, pagará a un año vista un total de USD 16,63. Por su parte, el GD35 pagará USD 2,06 de interés, sumando USD 4,13 a un año vista. Aunque la cifra es menor en comparación con el AL30, un escenario con una reducción del riesgo país, beneficia en mayor medida a los bonos de mayor duration como el GD35. Además, **al recibir la mayor parte del flujo en un horizonte temporal más lejano, la reinversión de estos flujos a una tasa menor (si se llegara a presentar) no impactará tan significativamente el rendimiento final, en comparación con los títulos que generan flujos en plazos más cercanos**. Esto permite a los inversores mitigar el efecto de una posible disminución en las tasas de interés sobre su rendimiento total.

En los últimos meses, hemos notado que los aumentos en el Merval han precedido a las reducciones en el riesgo país. En este contexto, bajo el supuesto de un riesgo país de alrededor de **500 bp** el comportamiento de los bonos sería el siguiente:

| Bono | Cambio por Duration | Cambio por convexity | Variación total |
|------|---------------------|----------------------|-----------------|
| GD29 | 4,11%               | 0,16%                | 4,26%           |
| GD30 | 4,86%               | 0,21%                | 5,07%           |
| GD35 | 12,42%              | 1,03%                | 13,46%          |
| GD38 | 10,70%              | 0,88%                | 11,57%          |
| GD41 | 13,18%              | 1,30%                | 14,48%          |
| GD46 | 12,34%              | 1,37%                | 13,71%          |
| Bono | Cambio por Duration | Cambio por convexity | Variación total |
| AL29 | 4,01%               | 0,15%                | 4,16%           |
| AL30 | 4,82%               | 0,21%                | 5,02%           |
| AL35 | 12,39%              | 1,03%                | 13,42%          |
| AE38 | 10,50%              | 0,85%                | 11,35%          |
| AL41 | 13,12%              | 1,29%                | 14,41%          |

*\*Estos cálculos tienen como supuesto que la curva se desplaza horizontalmente y no tiene en cuenta un cambio en la forma de la curva.*



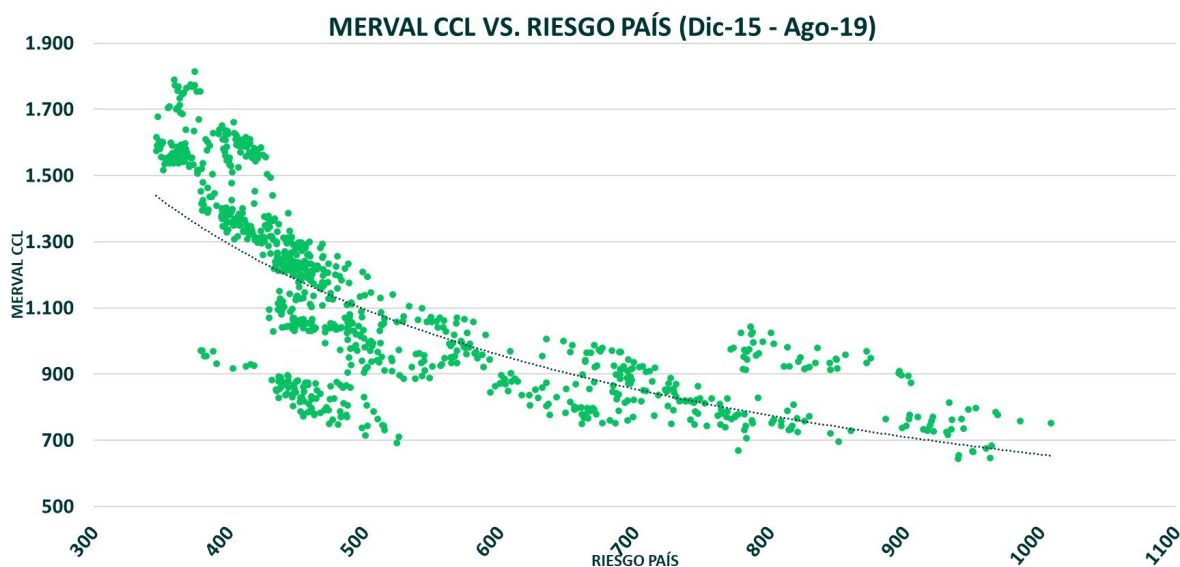
Otro aspecto a considerar es que, con un nivel de riesgo país en 500 puntos básicos, no sería lógico mantener una curva invertida con la pendiente actual. Por esta razón, ante este escenario, creemos que es prudente evaluar la opción de un aplanamiento en la parte corta de la curva, donde los bonos de menor duración podrían capitalizar mejor la situación.

Asumiendo una curva flat con una yield del 10%, el upside sería el siguiente:

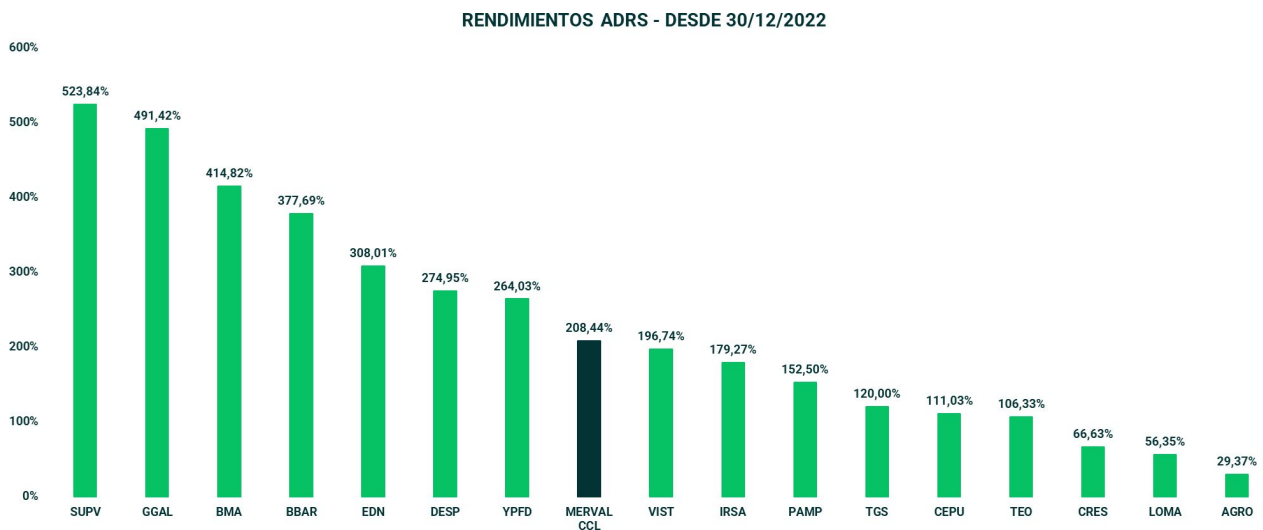
| BONO | VARIACIÓN |
|------|-----------|
| GD29 | 4,57%     |
| GD30 | 6,88%     |
| GD35 | 9,55%     |
| AL29 | 6,99%     |
| AL30 | 7,99%     |
| AL41 | 10,32%    |

**Teniendo en cuenta los dos escenarios analizados previamente, creemos que es posible que tanto una disminución del riesgo país como un aplanamiento de la curva se produzcan de manera simultánea. Por esta razón, consideramos que posicionarse en bonos de corta duración (como AL30) y en bonos de larga duración (como GD35 y AE38) podría ser la mejor estrategia. De este modo, no se perderían ninguno de los movimientos, incluso en el caso de que estos no se materialicen simultáneamente.**

Por otro lado, al analizar solamente el periodo de Macri, la regresión a la media siempre se mantuvo (aunque es importante destacar que no existía el cepo cambiario), incluso en el primer año de mandato el Merval oscilaba entre USD 800 y USD 1.000 con un riesgo país que lo hacía entre 400 pbs y 600 pbs.



Con respecto al equity nos parece que para perfiles muy agresivos (dado que no sólo juega la incertidumbre local sino la incrementada volatilidad internacional) pueden darse oportunidades para tomar la posible mejora de condiciones ante un acuerdo favorable con el FMI. Cuando decimos que es importante ser selectivos en los papeles a invertir nos referimos que elegir uno u otro sector puede hacer la diferencia. Esta es la principal recomendación que podemos hacer, no estamos desalentando tanto a la compra de equity sino a la cobertura amplia de todos los sectores. Entre los que vemos con mayor potencial identificados, destacan el petrolero, donde YPF y Vista se posicionan como los principales jugadores, y el energético, con empresas como Transportadora de Gas del Sur, Pampa Energía (ahora incursionando en el shale oil) y Central Puerto, que ofrecen perspectivas interesantes para los inversores que buscan diversificar sus cartera. Particularmente vemos que algunas de las compañías que mencionamos están en una situación de atraso respecto del resto de los peers incluso dentro del mercado local, como es el caso de YPF.



Por otro lado, el sector bancario parece haber disipado ciertos temores relacionados con riesgos sistémicos y los títulos en cartera, anticipando que una normalización de la economía podría impulsar genuinamente su negocio mediante un aumento del crédito hacia el sector privado que se ha empezado a ver. Sin embargo, como ya hemos mencionado, esta apuesta, al igual que el resto, depende de una normalización macroeconómica estructural. En este sentido, el papel que más nos gusta por sus fundamentals para el que quiera invertir en este sector es \$GGAL. Teniendo en cuenta que parecen todavía una jugada más riesgosa que el sector energético, y más aún luego del rally que ya hemos observado y que podrían lateralizar hasta que se vea la reactivación de su negocio.



**Mateo Reschini, CFA****Head of Research****Segundo Derdoy****Research Analyst****Departamento de Research & Estrategia de Inviu**[research@inviu.com](mailto:research@inviu.com)

---

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modificaran las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. INVIU S.A.U. ALyC I N° 205- ACDI N° 121- ACD N° 17 / CN

