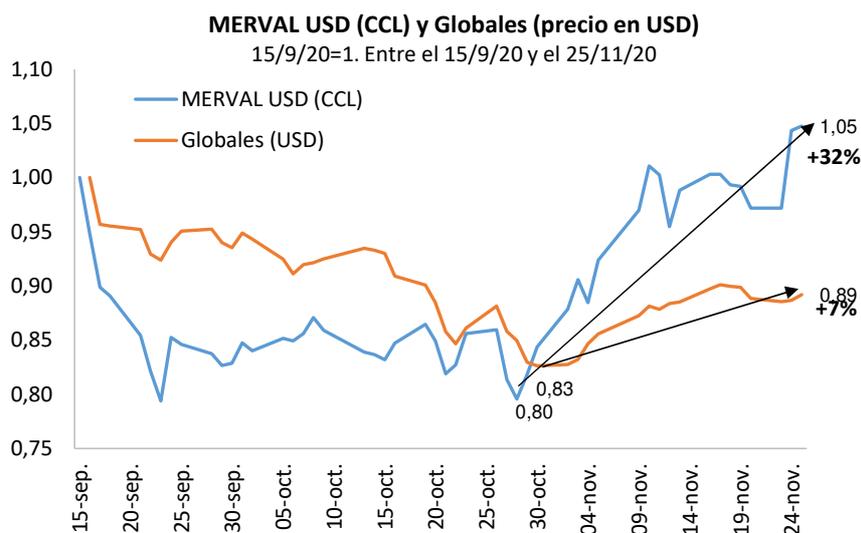


MONITOR SEMANAL

Divergencia reciente entre acciones y bonos soberanos

Nos preguntamos el por qué y hasta qué punto se justifica la dispar recuperación del índice de acciones Merval –medido en USD libres, CCL- en relación a los precios de los bonos soberanos argentinos en USD. Posiciones técnicas, percepción riesgo-retorno de la deuda argentina, incluyendo una mayor oferta dada la estrategia financiera del Gobierno, y la suba potencial de acciones son algunos de los elementos que fundamentan ese comportamiento diferencial. Disipar las dudas que sigue generando la economía argentina es central para potenciar las oportunidades de colocaciones de fondos, tanto en renta fija como variable.



Fuente: Bloomberg

En el gráfico anterior, siempre medido en USD al tipo de cambio implícito del CCL cuando corresponde, se ve que, entre el mínimo relativo del 28/10 al 25/11 el Merval se recuperó 32%, aun cuando en el íterin el tipo de cambio libre ARS/USD se apreció en alrededor del 10%, mientras que el precio promedio –ponderado por monto de emisión- de los bonos soberanos emitidos y pagaderos en USD –GD30 a GD46- lo hicieron en un 7%,

No todos los precios de las acciones variaron en igual medida. Hubo diferencias significativas. Así, por ejemplo, las acciones de YPF subieron 62% y las de Edeonor (EDN) 7,9%.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

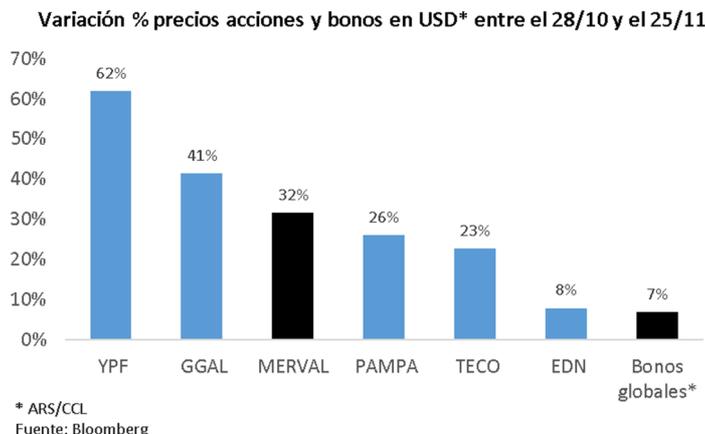
Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL



Algunos de los elementos que estarían explicando esta divergencia son:

- Posiciones técnicas: la cartera promedio de activos argentinos tendría una sobre-exposición relativa a la deuda soberana, mientras que la tenencia de acciones en manos de fondos del exterior –muchas veces distintos a los de renta fija– habría reducido notablemente. En consecuencia, mientras que en los títulos de deuda aparece una relativa sobreoferta, ello no se replica en los de renta variable.
- Posibilidad de oferta adicional de deuda soberana: además del menor apetito por deuda soberana se ve una posibilidad de mayor oferta de esos títulos al percibirse la probable intervención vendedora de entes de Gobierno como forma indirecta de sacar presión en el mercado de cambios.
- Percepción de riesgo - retorno: a pesar que la posibilidad de *default* de la deuda soberana en USD en los próximos años se ve lejana, dado que la carga de servicios de capital e intereses es baja, se notan incertidumbres respecto al rumbo de Argentina y la posibilidad de nuevos incumplimientos futuros.

A continuación, presentamos un ejercicio teórico de potenciales precios máximos y mínimos de la deuda soberana en USD y del Merval en USD libres ante distintos escenarios de evolución económica.

MONITOR SEMANAL

Sensibilidad precios deuda soberana y Merval en USD libres
 % y puntos básicos. Al 25/11/2020

Escenario en precios	Supuestos		Apreciación/depreciación capital s/precio actual	
	Rendimiento deuda soberana en USD	Merval en USD	Deuda soberana	Merval en USD
Suba	5%	2.000	109%	452%
Baja*	20%	75	-37%	-79%

* Supone precios de default de la deuda soberana de USD 25 y mínimo histórico del Merval en ese episodio de 2002.

Fuente: Bloomberg y estimaciones propias

En un escenario de suba en precios que implique testear máximos correspondientes a niveles de rendimiento de 5% para la deuda y de 2.000 puntos para el Merval (tocó máximos de 1.800 puntos en enero de 2018), dados los precios actuales la apreciación de capital en este último caso sería 452%, contra 109% en los bonos. Más aún, si el tipo de cambio oficial y el CCL convergieran a ARS/USD 120 -todo lo demás constante- el Merval en USD subiría un 25%. En cambio, en un escenario de baja en precios a niveles de *default* (USD 25 deuda y Merval en USD de 75, el menor valor registrado en ese tipo de episodio en 2002), la pérdida de capital sería 37% para la deuda y 79% para el Merval en USD.

Si bien son escenarios extremos, el impacto positivo de un escenario de mayor normalidad en la economía sería superior en el caso de la renta variable.

Las condiciones financieras, de recuperación económica global, incluyendo un aumento importante en las tasas de ahorro de muchos países relevantes, y perspectivas geopolíticas están generando una reflación de activos, tanto de *commodities* como los de mayor riesgo. Las acciones locales están acoplándose a esa tendencia, relativamente más que los activos de renta fija.