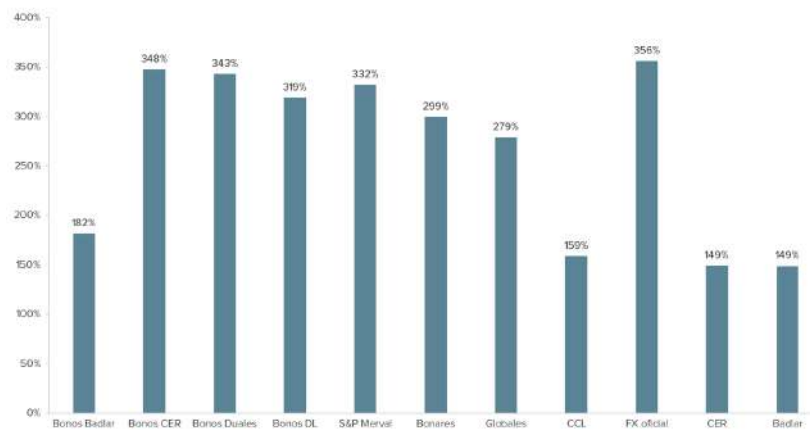


28 de diciembre de 2023

Argentina Weekly

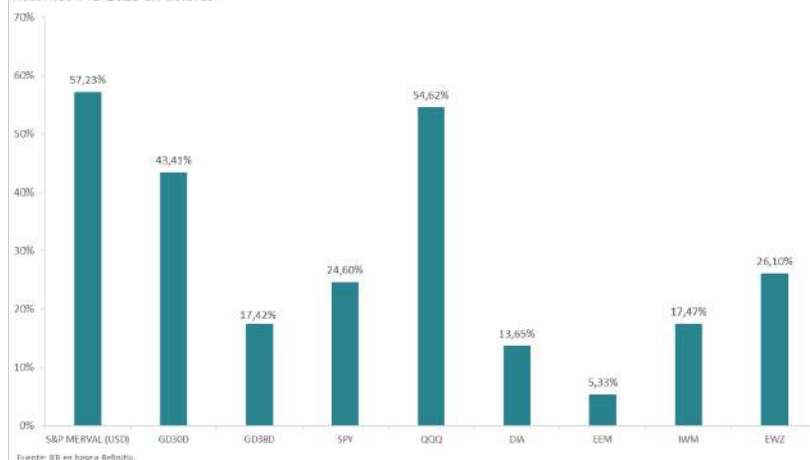
Recapitulando

Retornos YTD 2023 en pesos



Fuente: IEB en base a BCRA y Bymadata.

Retornos YTD 2023 en dólares

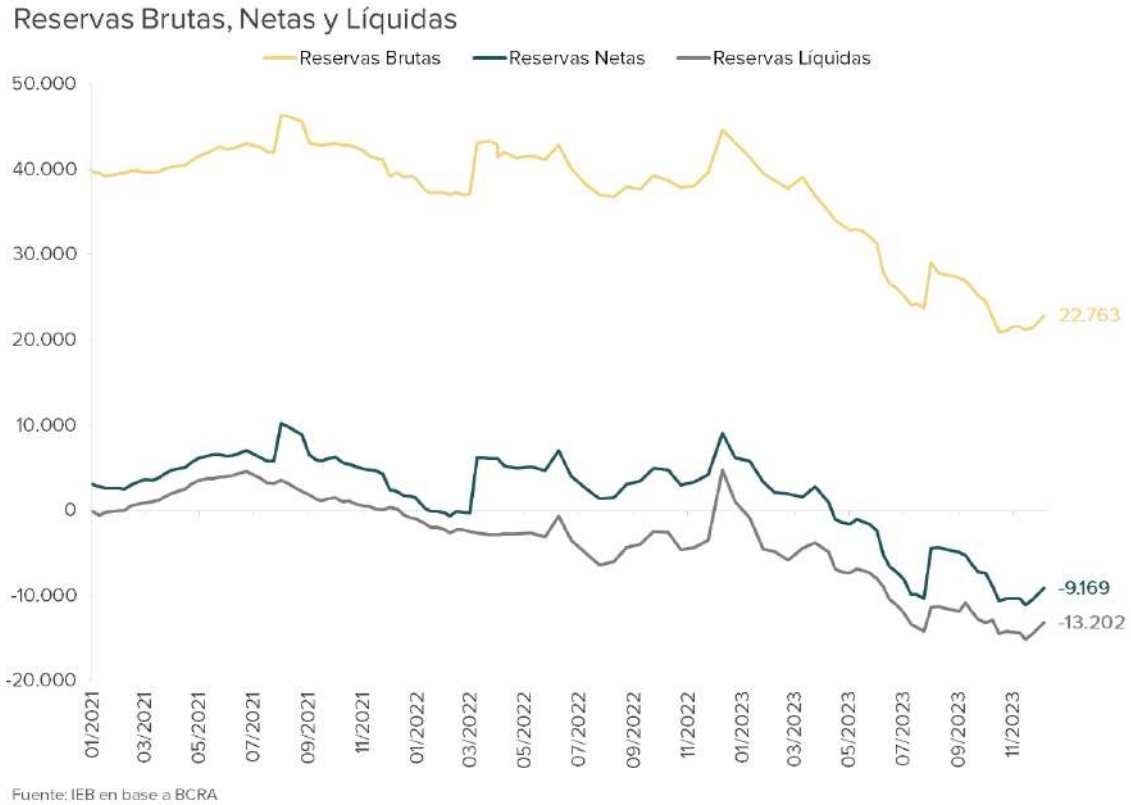


Fuente: IEB en base a Relativity.

ECONOMÍA

Luego de la devaluación del 50%, el BCRA continúa con la racha positiva en el mercado de cambios, acumulando más de USD 2.000 MM en dos semanas y engrosando sus reservas en USD 1.750 MM. Esta mejora en las arcas de la autoridad monetaria se da como resultado de una mayor liquidación de exportadores con un tipo de cambio sustancialmente más atractivo que en meses previos, incluso en un momento del año en que las liquidaciones del sector agroexportador son pequeñas.

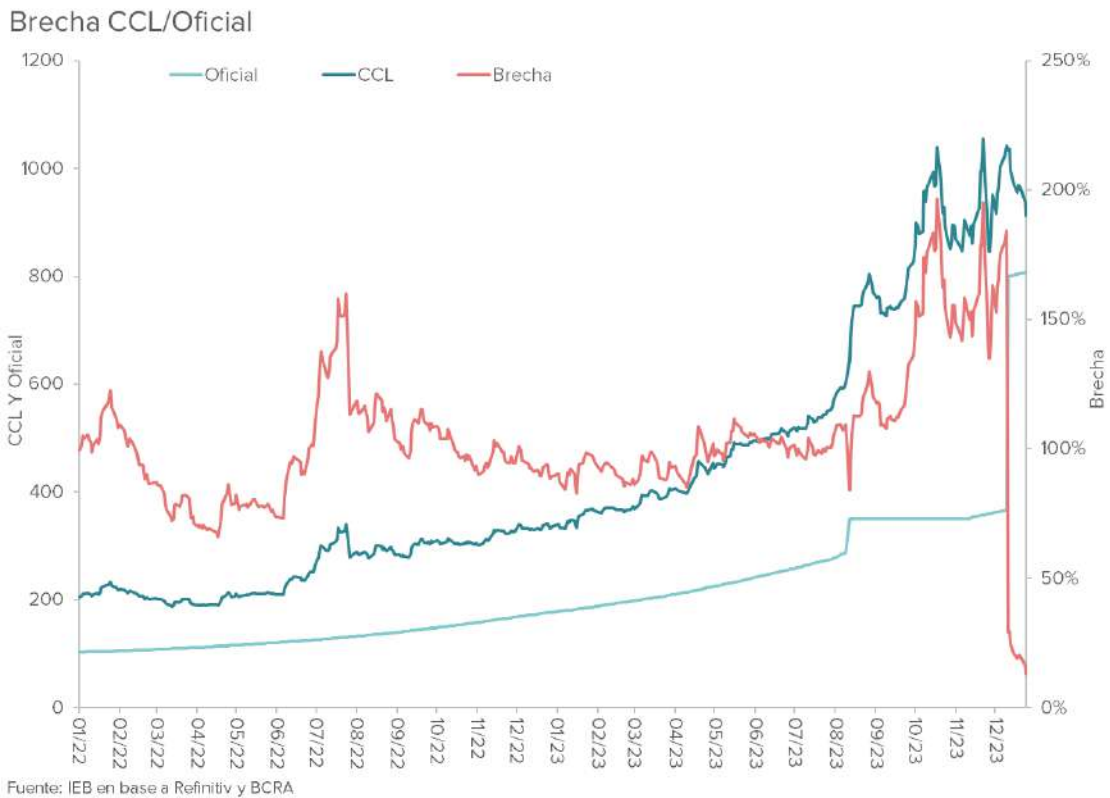
De todas formas, resta ver hasta qué punto el BCRA podrá continuar con este ritmo de compra de divisas, dado el elevado nivel de inflación esperado para los próximos meses y la consecuente erosión del tipo de cambio real que esto conlleva.



En este contexto, tanto las reservas brutas como las netas rebotaron desde mínimos históricos hasta niveles observados por última vez en octubre. Sin embargo, esta semana cierra un año desastroso en materia de reservas internacionales, con la autoridad monetaria perdiendo un total de USD 23.000 MM - o un 50% del stock al inicio del año - entre intervenciones en el MULC y los FX financieros.

En cuanto a los dólares, tanto el CCL como el MEP continuaron en la última semana con su tendencia bajista empujando a la brecha a mínimos que suenan cada vez más a unificación cambiaria: con el CCL a \$912 la brecha se ubicó en 13%, contrastando fuertemente con el 180% alcanzado en los días previos a la asunción de Milei.

Dentro de los factores que explican esta consolidación de caídas en los FX financieros encontramos el empuje de los exportadores gracias al esquema 80/20, el cual incrementa la oferta de dólares en el CCL y además permite al BCRA acumular reservas. Vale la pena mencionar además la influencia de la demanda de dinero, estacionalmente elevada en diciembre.



Un factor adicional de suma importancia en el comportamiento reciente de los FX es la confianza que el mercado parecería estar depositando en el nuevo gobierno, apoyando el camino de reordenamiento de cuentas fiscales y acumulación de reservas, especialmente con la presentación del DNU de desregulación y del proyecto de ley de “Bases y Puntos de Partida para La Libertad de los Argentinos” con numerosas reformas en todos los frentes. No obstante, cualquier revés legislativo o judicial con el que se encuentre el gobierno podría sembrar dudas con respecto a la viabilidad y posibilidades de aplicación del programa y las medidas propuestas, sentando las bases para un recalentamiento de la plaza cambiaria y ensanchamiento de la brecha.

A esto se le suma la licuación masiva llevada a cabo por el BCRA y el Tesoro, que a través de la baja de tasa de referencia y las últimas licitaciones del Tesoro buscaron reducir al mínimo la emisión endógena por pasivos de la autoridad monetaria y migrar esos fondos a títulos del Tesoro. Con las tasas mínimas que fueron convalidadas en las licitaciones frente a un ritmo inflacionario que se espera se encuentre por encima del 20%, los rendimientos reales resultarán penosos, a lo cual se agrega que aún existe una gran masa de pesos buscando un destino.

De este modo, el comportamiento de los FX financieros estará sujeto al sostenimiento de compras de divisas por parte del BCRA y la efectividad de las anclas fiscales y monetarias en la formación de expectativas para los próximos meses, la cual podría peligrar a medida que la demanda de dinero caiga y la inflación se acelere.

La semana pasada el Ministerio de Economía dio a conocer el dato de déficit fiscal para el mes de noviembre, el cual resultó de \$210.484 MM, mientras que el déficit financiero ascendió a \$754.956 MM. Con estos números, el déficit fiscal primario acumulado hasta dicho mes alcanzó 1,7% del PBI y dificulta el cumplimiento de la meta acordada con el FMI de un déficit que represente 1,9% del producto.

Como dato adicional, en la semana el Indec publicó el EMAE correspondiente a octubre, el cual presentó una caída del 0,1% en su serie desestacionalizada con respecto a septiembre y un aumento del 0,6% interanual,

dejando en evidencia el estancamiento sostenido del nivel de actividad. Entre los de mayores subas se destacan Pesca (+19% i.a.) y Explotación de minas y canteras (+5% i.a.), mientras que los de mayor incidencia positiva sobre el índice fueron Comercio mayorista, minorista y reparaciones (+3% i.a.) y Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (+2% i.a.).



Fuente: IEB en base a INDEC

DEUDA EN PESOS

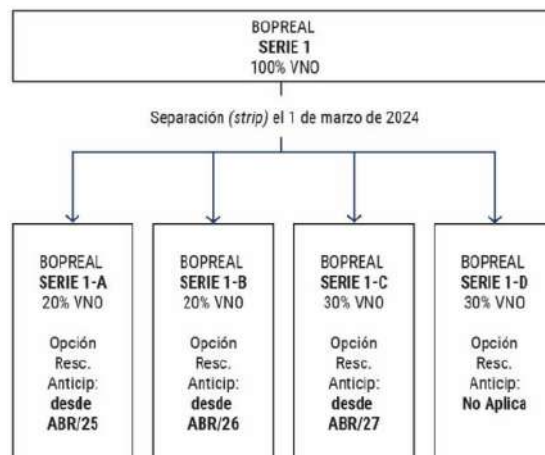
Durante la semana previa los bonos CER tuvieron un mayor protagonismo, con subas promedio de 8,7% en pesos y 14,8% en dólares. Se destacaron en mayor medida aquellos con vencimientos en 2024, como el T3X4 con maturity a abril de 2024 que mostró una suba de 18,28% en su precio, seguido del T6X4 a mayo de 2024 con un incremento de 16,35% y el TX24 a marzo de 2024 que cerró 16,08% WTD. Por su parte, los bonos duales y dólar linked también tuvieron una performance positiva con subas promedio de 4,7% y 2,5%, en pesos, respectivamente.

En la rueda del viernes, el BCRA dió a conocer a través de un comunicado las condiciones de emisión del nuevo bono BOPREAL (Bono para la reconstrucción de una Argentina Libre), que se comenzó a licitar el día de ayer con el objetivo de proveer previsibilidad a los pagos asociados con el stock de deuda comercial de importadores acumulada hasta el 12 de diciembre de 2023. En el mismo informó que se estarán ofreciendo tres instrumentos denominados y pagaderos en dólares, que podrán ser suscriptos en pesos, con vencimientos al 31 de octubre de 2027 (BOPREAL Serie 1), 30 de junio de 2025 (BOPREAL Serie 2) y 31 de mayo de 2026 (BOPREAL Serie 3). Particularmente, en esta primera licitación que continúa el día de hoy, se ofrece únicamente el BOPREAL Serie 1, mientras que para el Serie 2 y 3 aún no se dió a conocer la fecha de licitación.

	Serie 1	Serie 2	Serie 3
Vencimiento	31 de octubre 2027	30 de junio 2025	31 de mayo 2026
Moneda suscripción	Dólares, por medio de boleto técnico entregando pesos al tipo de cambio de referencia de la Comunicación "A" 3500 del día anterior a la licitación		
Moneda de pago	Dólares, excepto en caso de rescate anticipado por el inversor (Series 1A, 1B y 1C)	Dólares	Dólares
Amortización	2 cuotas iguales (abr/27 y oct/27)	12 cuotas mensuales (jul/24 a jun/25)	3 cuotas trimestrales (nov/25, feb/26 y may/26)
Interés	5%	0%	3%
Pago de intereses	Semestral (primer pago en oct/24)	N.A.	Trimestral (primer pago en ago/24)
Transferible	SI	SI	SI
Cotización	SI	NO	SI
Separación de nominales (strip)	SI Automático el 1 de marzo de 2024 – SERIES 1-A (20%), 1-B (20%), 1-C (30%) y 1-D (30%)	NO	NO
Rescate anticipado en favor del tenedor	SI (excepto SERIE 1-D)	NO	NO
Aceptable para pago de impuestos	SI (excepto SERIE 1-D)	NO	NO

El BOPREAL Serie 1 con vencimiento en oct-27 es el de mayor plazo, y asimismo aquel que cuenta con mayores beneficios, entre ellos, una alícuota de 0% en impuesto país y la posibilidad de acceder al Mercado Único y Libre de Cambios desde el 1 de febrero de 2024 para el pago de importaciones anteriores al 12 de diciembre de 2023 por hasta el 5% del valor total de los títulos BOPREAL Serie 1 suscritos en la licitación primaria, si la participación en dichos títulos es de al menos el 50% del total de la deuda por importaciones a la fecha indicada previamente.

Este instrumento cuenta con la particularidad de que será separado a partir del 1 de marzo de 2024 en cuatro series independientes (strip) manteniendo las mismas condiciones que el bono original pero adicionando la opcionalidad de rescate anticipado en tres de las cuatro series que desprenderán de este título (ver cuadro siguiente).



Finalmente, el martes de la semana en curso se realizó la última licitación del Tesoro para este año donde se ofreció únicamente el Boncer T2X5 con vencimiento a septiembre de 2025. En la misma, el Ministerio de Economía informó haber recibido órdenes por \$1,5 BB VNO, adjudicando sólo el 11% por un monto de \$171.475 MM VNO convalidando un rendimiento semestral anualizado de -21,72% para este instrumento, lo que dejó un “premio” de 668 bps con respecto al mercado secundario. Adicionalmente, el BCRA adjudicó el día de ayer puts de liquidez sobre el T2X5 por \$400.000 MM, es decir, un 80% del valor efectivo adjudicado en la licitación del martes - \$500.000 MM - lo que nos da indicio de una alta participación del sector bancario.

Instrumento denominado en pesos	Cantidad de ofertas recibidas	VNO Ofertado (*)	VNO Adjudicado (*)	Valor Efectivo Adjudicado (*)	Precio de corte por cada VNO \$1.000	Rendimiento Semestral Anualizado	VNO Total en Circulación (*)
BONO DEL TESORO NACIONAL EN PESOS AJUSTADO POR CER 4,25% VENCIMIENTO 14 DE FEBRERO DE 2025 (T2X5 - reapertura)	471	\$ 1.577.325	\$ 171.475	\$ 500.000	\$ 2.916	-21,72%	\$ 2.613.539

(*) Montos expresados en millones.

BONOS SOBERANOS

Por el lado de los bonos hard dollar, los mismos se acoplaron al movimiento del EMB y lateralizaron: en la última semana alternaron entre subas y bajas, llegando al día de hoy acumulando una caída mínima del 0,5%, mientras que el EMB anotó una baja levemente menor del 0,3%. El destacado de la semana resultó ser el AL41 con una suba del 5% y que, junto con su variante global, fue el único que cerró la semana con incrementos. Por su parte, el más castigado resultó ser el AL29 (-2%).

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Mirando hacia atrás el 2023 resultó ser un año sumamente positivo para la deuda soberana en dólares, con la misma acumulando un retorno del 32% en el transcurso del año, aunque con fuertes vaivenes en respuesta a la incertidumbre económica y política local. Los destacados del año resultaron ser AL30 y su par ley extranjera (+57% y 42% respectivamente) y GD29 (+47%).

Con un BCRA acumulando reservas de manera sostenida en las últimas semanas post devaluación, y con un Milei que pretende hacer frente a sus promesas de campaña de manera vehemente - expuesto por el mega DNU y la ley ómnibus los cuales apuntan a una desregulación masiva y liberación de controles que el mercado ve con buenos ojos - ahora las miradas estarán puestas sobre la implementación efectiva de las medidas propuestas y los resultados de las mismas, con el rendimiento de los bonos en dólares quedando sujeto a estas.

EQUITY ARGENTINO

Desde el triunfo de Milei en la segunda vuelta, el S&P Merval (USD CCL) tuvo un rendimiento de casi 35% llevándolo, al cierre de ayer, a niveles de USD 954 y tras tocar los USD 1.000. Claramente mostrando inversores que continúan apostando a una Argentina en la que se comiencen a vislumbrar las bases para un crecimiento sostenido.

Como veníamos sosteniendo luego del rally ocurrido en las primera ruedas, creemos que los inversores pagaron por ver. Compraron expectativas esperando que las mismas comiencen a materializarse. En este sentido, creemos que las medidas que viene tomando la actual administración van cumpliendo con la demanda impuesta por los inversores. Con bastante volatilidad el valor del S&P Merval logra sostenerse -y hasta incrementarse- a medida

que el mercado va digiriendo las nuevas medidas. Hacia adelante, será clave que el paquete de medidas, reformas y cambios que se vienen proponiendo (ya sea vía DNU o ley ómnibus) se pueda sostener y poner en marcha.

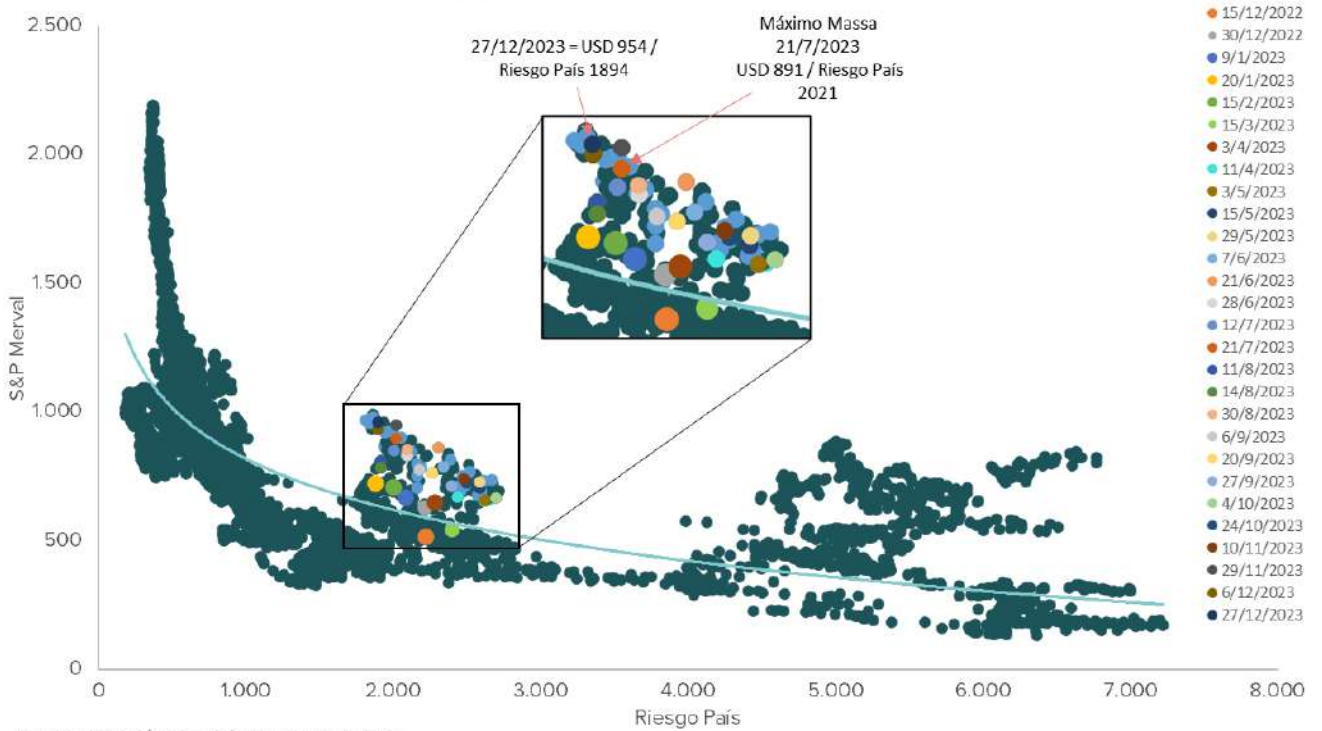
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Fuente: IEB en base a Reuters y FRED

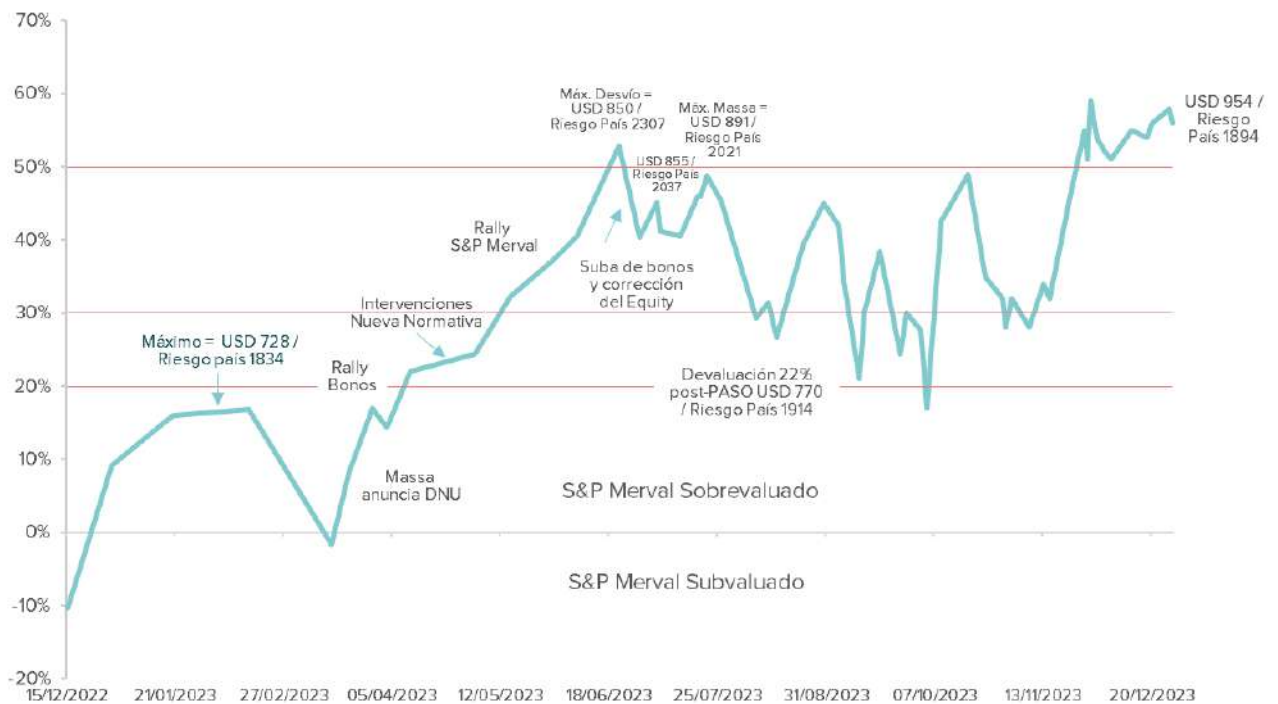
Es por ello que creemos que el mercado continúa convalidando valuaciones con un premio más que significativo frente a los niveles de riesgo país asociados. Desde marzo de este año, el S&P Merval cotizaba en una franja de sobre-valoración que oscilaba en el rango de +30% a +50% con un piso de +20% que raramente fue perforado. El triunfo de Milei llevó dicho rango a la zona de +50% a +60%. En nuestra opinión estos valores deberían corregirse. ¿Esto significa que el S&P Merval debe corregir? No necesariamente, puede -y debería- ocurrir que en la medida que los inversores se vuelvan más confiados sobre el futuro de la Argentina comience a validarse valores de deuda soberana más elevados. Esto se traduciría directamente en un ajuste de la sobre-valoración que actualmente presenta el índice.

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Desvío S&P Merval contra Correlación

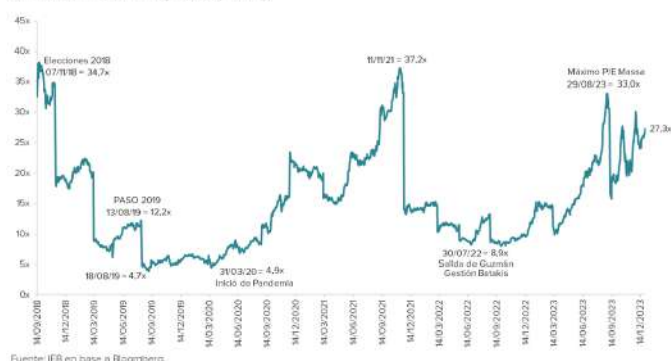


Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

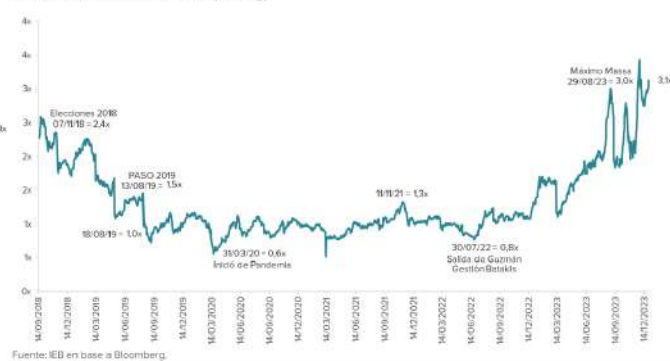
Si observamos los múltiplos de valuación P/E y P/BV del índice S&P Merval (ver gráficos siguientes), continuamos viendo un mercado que “pagó por ver”, con múltiplos que consideramos altos para los actuales fundamentals de

las compañías argentinas, cercanos a los alcanzados en máximos de 2018. En ese sentido, nuevamente vemos un mercado que va poniendo a prueba la viabilidad del plan Milei y queda atento a las noticias de su materialización.

S&P Merval Price Earnings Ratio (Trailing)



S&P Merval Price to Book Ratio (Trailing)



Así, en términos generales podríamos concluir que es muy probable que el equity argentino continúe su lateralización, creemos que aún es posible encontrar algunas oportunidades en sectores atrasados que podrían verse favorecidos en el mediano/corto plazo ante los cambios regulatorios llevados adelante por el gobierno.

Reguladas: Continuamos viendo atractivo en aquellas compañías que han padecido de retrasos tarifarios, caída en términos reales de sus ventas y compresión de márgenes durante los últimos años, dado que el ajuste fiscal contemplado en el plan de estabilización conlleva indudablemente una reducción en los subsidios, así como también, se espera un sinceramiento en los precios relativos de la economía. Empresas como Central Puerto (CEPU), TGN (TGNO4), Transener (TRAN), Ecogas (DGCU2), Autopistas del Sol (AUSO), Edenor (EDN) y Pampa Energía (PAMP), es decir, el sector de reguladas, toman en cuenta las características mencionadas. Así mismo, ante un entorno de caída en la actividad económica o recesión dicho sector resultaría defensivo, lo que nos lleva a reforzar nuestra hipótesis de inversión.

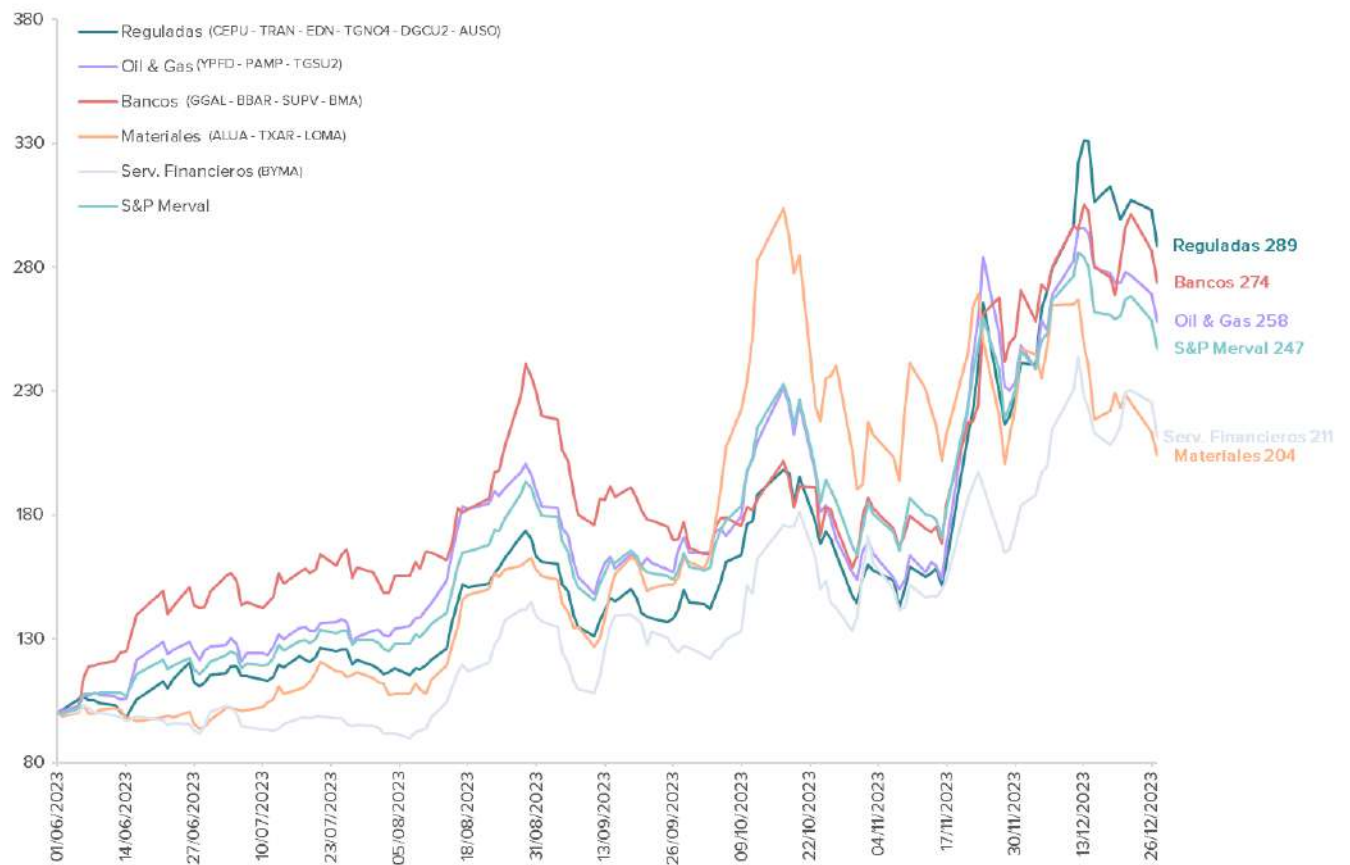
Oil & Gas: Un sector que nos sigue resultando atractivo a pesar de encontrarse a 30% de sus máximos alcanzados en 2018. Tiene drivers genuinos y fundamentals sólidos y su desarrollo será crucial para una Argentina necesitada de divisas. YPF (YPFD), TGS (TGSU2) y Pampa Energía (PAMP) por su exposición a Vaca Muerta.

BYMA: Un “play” que nos resulta atractivo jugar ante un contexto de inflación y/o devaluación es el sector de servicios financieros, en el cual incluimos únicamente a la acción de Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), compañía que presenta cierto atraso. Dicha empresa nos parece un excelente vehículo defensivo ante la actual situación económica del país, dado que se trata de un mercado y custodia de instrumentos financieros que ajustan por inflación o tipo de cambio y sobre los que la empresa cobra honorarios.

Bancos: Un sector que viene presentando una alta volatilidad en línea con los anuncios que se van realizando. Es claro que las medias actuales tendrán su impacto en el cuadro de resultados de los bancos pero por otra parte consideramos que **ya podría ser tiempo de posicionarse en dicho sector con una mirada de más largo plazo y con la cautela de la volatilidad que creemos que continuará afectando las cotizaciones de las empresas.** En el gráfico inferior se observa que el sector financiero, que había venido performeado en línea con el índice S&P Merval en el último mes y medio ha comenzado un despegue. Sus cotizaciones continúan altamente rezagadas -con sobradas justificaciones- pero creemos que comienzan a mostrar una relación potencial retorno riesgo mucho más atractiva. **No es un sector para inversores más conservadores puesto que no queda claro aún cuál**

será el impacto final de la actual política monetaria y resolución de pases/leliqs pero de mediano y largo plazo los actuales puntos de entrada representan lo más subvaluado que se puede comprar hoy en el equity argentino. Dentro del universo bancario todas presentan características comunes: retraso frente a valores máximos, fuerte exposición al sector público. No obstante cada una tiene su particularidad Grupo Financiero Galicia (GGAL) si bien no es la que presenta mayor retraso, se destaca por su altísima liquidez, Grupo Supervielle (SUPV) es la que más retraso presenta a pesar del rally que ha venido teniendo en las últimas ruedas, finalmente BBVA Argentina (BBAR) y Banco Macro (BMA) se encuentran en posiciones similares.

Equity Argentino por Sector (Base 100 = 01/06/2023)



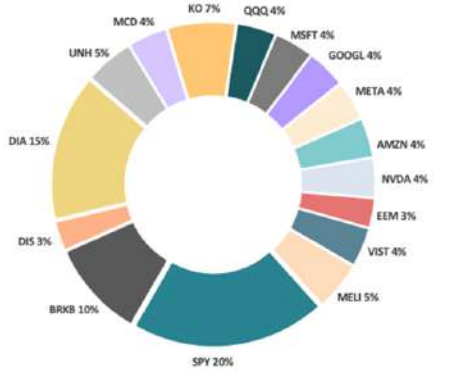
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

CARTERA DE CEDEARS

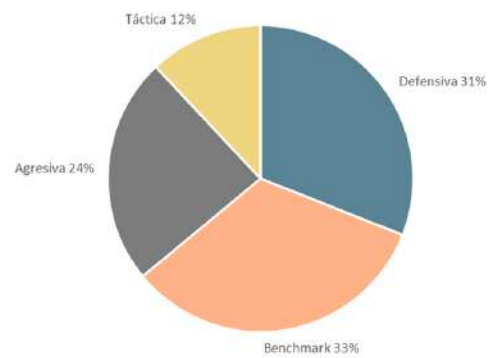
Finalizando el mes de diciembre, y faltando una rueda para el final del año 2023, nuestra cartera de CEDEARs alcanzó un rendimiento mensual de 6,91%, levemente por debajo de nuestro benchmark; el SPY que obtuvo un rendimiento de 9,08%. No obstante, realizando un balance del desempeño de nuestra cartera durante el año, la misma alcanzó un rendimiento de 238,05%, considerablemente por encima del SPY y DIA que consiguieron un 218,95% y 190,16% respectivamente, durante el mismo periodo. Adicionalmente, la volatilidad que presenta nuestra cartera, teniendo en cuenta las últimas 40 ruedas, alcanza el 10,52%, ó 45 bps por debajo de nuestro benchmark.

	2023												Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		
Cartera	11,66%	3,94%	16,33%	16,01%	6,10%	10,39%	12,34%	38,93%	2,72%	2,50%	4,89%	6,91%	238,05%	10,52%
SPY	13,86%	-2,48%	14,33%	13,75%	8,22%	11,29%	11,19%	38,99%	0,21%	2,73%	5,68%	9,08%	218,95%	10,97%
DIA	10,50%	-4,21%	12,78%	14,13%	4,55%	9,39%	11,20%	38,32%	1,62%	5,66%	4,24%	8,17%	190,16%	10,45%
QQQ	18,83%	-0,27%	20,66%	12,49%	16,12%	11,41%	11,59%	39,40%	0,24%	4,06%	5,55%	10,32%	293,20%	12,93%
CCL	7,61%	0,79%	0,79%	8,59%	11,36%	4,58%	7,37%	42,45%	4,01%	6,01%	0,08%	5,18%	169,66%	-

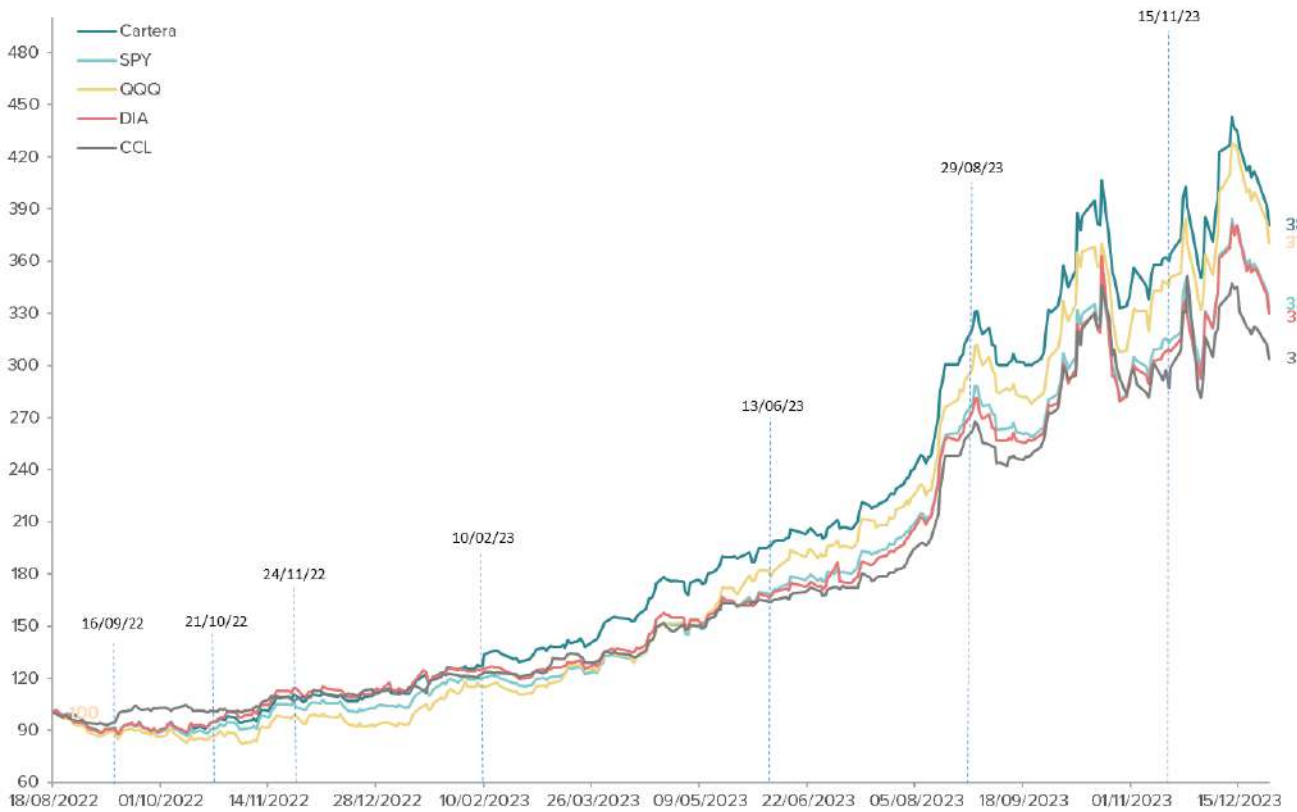
Cartera CEDEARs



Cartera por Estrategia



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 n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.