

2 de febrero de 2024

# Argentina Weekly

## Argentina trazará una ruta hacia la unificación cambiaria

- Entre tantos desafíos abiertos que dejó el gobierno anterior, destacamos tres desafíos que consideramos relevantes que la administración Milei necesitaba superar durante enero. Dado que el Ministro Caputo instaló al tema fiscal como el principal anclaje del actual plan de gobierno, el **tratamiento de la denominada Ley Ómnibus** se convirtió en un tema central que el gobierno tenía que avanzar exitosamente en el Congreso. Otro desafío que destacamos, pero que considerábamos que no era tan complicado para el gobierno, era el acompañamiento del **FMI** y la instrumentación de un nuevo desembolso. En tercer lugar, pero tan importante como el primero, ha sido a nuestro juicio que el BCRA lograra su objetivo de colocar USD 5.000 MM de la serie 1 del **BOPREAL**.
- Con respecto al primero, el Ministro Luis Caputo sorprendió el viernes pasado cuando anunció que **el gobierno eliminó el llamado “capítulo fiscal” de la ley ómnibus** en busca de poder acelerar la aprobación del resto de los artículos del proyecto. Al medir el impacto de la quita de estas medidas, el gobierno **resignó 1,8% del PBI de ajuste. Ahora, la atención no estará únicamente en la aprobación de la ley ómnibus, sino que también en cómo buscará el gobierno suplir lo resignado en materia fiscal.**
- **El directorio del Fondo Monetario Internacional aprobó el desembolso de USD 4.700 MM.** Dentro de una serie de propuestas, el FMI sugirió desarrollar una hoja de ruta detallando pasos a seguir y objetivos para llegar a la **unificación cambiaria en junio de 2024.**
- El BCRA completó el monto previsto en la licitación del BOPREAL Serie 1 alcanzando los USD 5.000 MM. En la última licitación se adjudicaron USD 904 MM VNO teniendo que prorratar 55% dado que el monto ofertado excedió lo necesario para completar los USD 5.000 MM. Más allá de regularizar deudas comerciales con el exterior, **la colocación de este bono genera la reducción de pasivos del BCRA, necesaria para mejorar su situación patrimonial.** Con respecto a las licitaciones de las Series 2 y 3 el BCRA dijo que en los próximos días comunicará el cronograma de licitaciones. **La autoridad monetaria había anunciado que el monto máximo a emitir de estas series serían USD 2.000 MM y USD 3.000 MM de VN, respectivamente.**
- **Esta semana el Tesoro llevó a cabo una licitación en la cual ofreció tres instrumentos CER** cupón cero a junio de 2026, 2027 y 2028. Se adjudicaron \$1,35 BB concentrándose la mayor parte en el título más corto (TZX26) que acaparó casi el 90% del total, el TZX27 se llevó el 10% restante. **En relación a los flujos hacia los FCIs, se viene observando una fuerte salida en los fondos ex Money Market.**
- **El mercado de acciones argentino continúa moviéndose al compás de la viabilidad que le otorgan los inversores al futuro de las reformas planteadas por el gobierno de Javier Milei.** Como venimos sosteniendo en los semanales anteriores, consideramos que el índice del mercado argentino se encuentra en niveles que apuntan a un rango de valuación que va desde un “fair value” a sobrevaluación.

## ECONOMÍA

La gran sorpresa de la semana pasada fue provocada por la inesperada conferencia de prensa del Ministro Luis Caputo, en la cual confirmó que **el gobierno eliminó el llamado “capítulo fiscal” de la ley ómnibus** en busca de acabar con uno de los aspectos más conflictivos del proyecto y de esa forma poder acelerar la aprobación del resto de los artículos del proyecto. Para el gobierno esto implica la eliminación de numerosas medidas fiscales claves: el blanqueo de capitales, la moratoria, el adelanto de bienes personales, la modificación del impuesto a las ganancias, el aumento de retenciones, y la reforma de la movilidad jubilatoria. Al medir el impacto de la quita de estas medidas, basándonos en el plan publicado por el Ministerio de Economía luego de la asunción de Milei, el gobierno **estaría resignando 1,8% del PBI de ajuste**, lo cual continuaría significando un superávit primario (aunque sustancialmente menor al 2,2% apuntado inicialmente) pero implicaría un déficit financiero de 1,8% del producto.

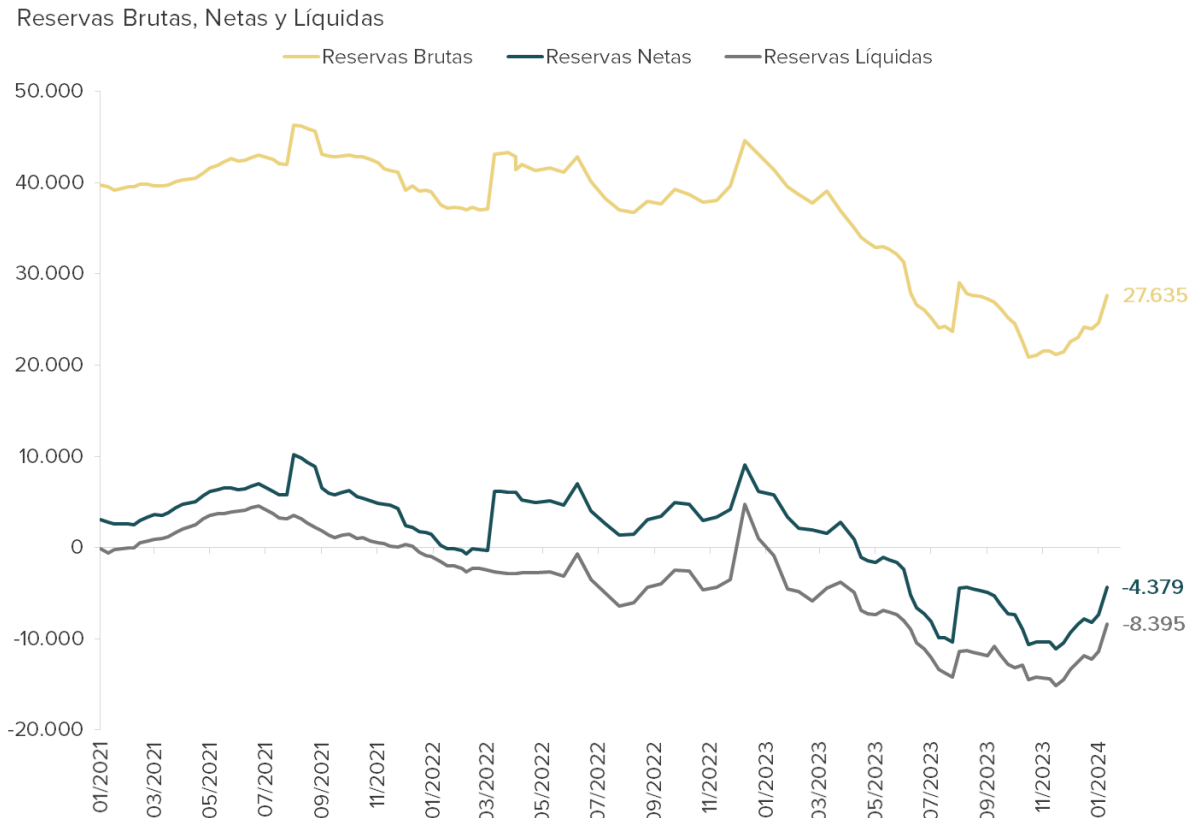
	2024 - en % del PBI
Resultado Primario 2023	-3,0%
Reforma Ganancias	-0,4%
Retenciones DGA	-0,3%
Normalización cosecha	0,7%
Inercia Resultado Primario 2024	-3,0%
Intereses	2,2%
Inercia Resultado Financiero 2024	-5,2%
Ingresos	2,2%
Impuesto PAIS (17,5%, 12 meses)	0,0%
Retenciones adicional	0,5%
Reversión Reforma Ganancias	0,4%
BBPP + Moratoria + Blanqueo	0,5%
Gastos	2,9%
Jubilaciones y Pensiones	0,4%
Transferencias corr. A provincias	0,5%
Subsidios económicos	0,7%
Gasto de capital	0,7%
Programas sociales con intermediarios	0,4%
Gastos de funcionamiento y otros	0,5%

Fuente: Ministerio de Economía

Sin embargo, los efectos negativos al plan fiscal del gobierno aún no acabaron: los legisladores del interior, empujados por sus gobernadores, reclaman la coparticipación del 30% del impuesto PAIS. No obstante, el destino de ese 30% no tendría implicancias fiscales sustanciales dado que actualmente el 70% de las procedencias de dicho gravamen son destinadas a la ANSES y al PAMI, mientras que el 30% se destina al Fondo de Integración Socio Urbana, con lo cual el gobierno continuaría sin acceso a la misma proporción que le es inaccesible actualmente. **Ahora, con la mirada hacia adelante, la atención no estará puesta únicamente en la aprobación de la ley ómnibus, sino que también en cómo buscará el gobierno suplir lo resignado en materia fiscal.**

Contrastando con el conflicto en el Congreso, **el directorio del Fondo Monetario Internacional** completó la séptima revisión del EFF y **aprobó el desembolso de USD 4.700 MM** con el objetivo de “respaldar los grandes esfuerzos de las nuevas autoridades para restaurar la estabilidad macroeconómica y volver a encarrilar el programa”, argumentando que los desequilibrios y distorsiones a los que se enfrenta la Argentina se han

agudizado como resultado del accionar de la administración anterior. Simultáneamente, el Tesoro enfrentó un vencimiento por USD 1.950 MM con el organismo. De esta manera, en sólo un día **las reservas internacionales se incrementaron en USD 2.500 MM llevando a las reservas netas a un nivel de USD -4.400 MM** observado por última vez en septiembre, luego del último desembolso por parte del Fondo.



Fuente: IEB en base a BCRA

A su vez, el directorio del organismo aprobó la extensión del acuerdo hasta el 31 de diciembre de 2024 junto con un nuevo cronograma de desembolsos con el fin de afrontar vencimientos y cubrir necesidades de financiamiento: USD 4.650 MM en el primer trimestre, USD 800 MM en el segundo, USD 530 MM en el tercero, y USD 550 MM en el cuarto, llevando el total del año a USD 6.530 MM.

En el documento en el cual se anuncia la aprobación de la séptima revisión del programa, el directorio consideró que las metas propuestas en revisiones previas no fueron cumplidas por amplios márgenes debido a la intensificación de políticas expansivas - o "plan platita" - de cara a las elecciones. Adicionalmente, el organismo brindó su apoyo a la administración actual subrayando los esfuerzos para sostener la solvencia fiscal y mejorar la eficiencia del sistema impositivo dando fin a medidas distorsivas - retenciones e impuesto PAIS -, dirigir la política monetaria en base a la evolución de la demanda de dinero y desinflación, atacar las cuestiones estructurales que limitan el crecimiento económico, mantener un tipo de cambio consistente con la acumulación de reservas, abandonar el camino de intervención oficial en los mercados de divisas y futuros, encaminándose a un régimen de mercado, y desarrollar una hoja de ruta que delinee los pasos a seguir para alcanzar dicho objetivo.

Sin embargo, **el Fondo revisó sus proyecciones para la economía argentina, pronosticando una contracción en el PBI real del 2,8% para el 2024** como resultado de la política fiscal contractiva prometida por el gobierno de Milei y la corrección en el tipo de cambio oficial, con una leve recuperación esperada para fin del 2024. Al analizar el producto, excluyendo los efectos de la actividad del agro, la contracción sería aún mayor: 5,2%. Mientras tanto, la inflación se aceleraría en el corto plazo a medida que las distorsiones de precios relativos se corrigen y los controles de precios se desarman, con un proceso de desinflación gradual a lo largo del año.

De esta manera, **el FMI proyecta una inflación en torno al 149,4% para el 2024**, con la expectativa de llegar a una inflación acumulada anual de un dígito dentro de cinco años de continuar las políticas contractivas y recuperarse la demanda de dinero.

Proyecciones	2023	2024
PBI prom.	-1,1%	-2,8%
PBI prom. (exc. Agro)	-0,3%	-5,2%
Inflación	211,4%	149,4%
Balance Fiscal Primario (% del PBI)	-3,0%	2,1%
Deuda Pública (% del PBI)	154,5%	86,2%
Balance Financiero (% del PBI)	-5,2%	0,0%
Balance de Cuenta Corriente (% del PBI)	-3,5%	0,9%
Cambio en Reservas Int. Netas (USD MM)	-17.300	7.000
Financiamiento Monetario (% del PBI)	5,0%	0,0%

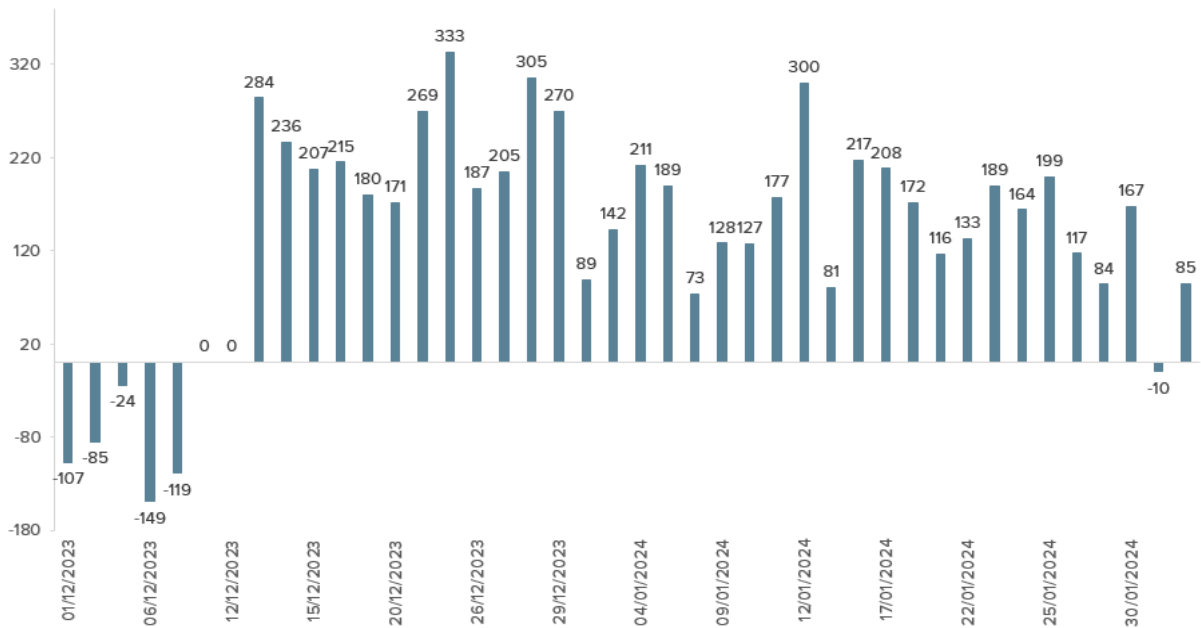
*Fuente: Fondo Monetario Internacional*

De esta manera, **el organismo de crédito realizó una serie de propuestas para el 2024** orientadas a los objetivos previamente planteados: llevar a cabo audiencias públicas para aumentos de tarifas de energía (en virtud de reducir subsidios en 0,5% del PBI) así como reformas del sistema de subsidios para apuntar a hogares vulnerables (con fecha límite marzo-24 y mayo-24), recomprar deuda del Tesoro en cartera del BCRA, desarrollar una estrategia conjunta con el FMI para ordenar el exceso de deuda comercial y normalizar flujos de importaciones, desarrollar un plan dirigido a extender vencimientos de deuda en 2024 (marzo-24), reajuste de la política monetaria consistente con la estabilidad de precios (abril-24), eliminar el esquema de tipo de cambio preferencial para exportaciones (junio-24), reforzar y mejorar la eficiencia de la administración pública en conjunto con el Banco Mundial (septiembre-24), **desarrollar una hoja de ruta detallando condiciones, pasos a seguir y objetivos para llegar a la unificación cambiaria (junio-24)**, y la entrega al Congreso de un borrador del presupuesto 2025 consistente con el equilibrio fiscal (septiembre-24).

Al mismo tiempo que se anunciaba el desembolso y se engrosaban las reservas, el BCRA rompía su racha de treinta y tres ruedas consecutivas acumulando compras en el MULC, vendiendo USD 10 MM y encendiendo las alarmas en el mercado cambiario. Este saldo vendedor habría sido alcanzado no como resultado de una contracción en la oferta de divisas sino de una mayor demanda privada, empujada por el mayor acceso al MULC para nuevas importaciones, llevando cierta tranquilidad con respecto al atractivo del tipo de cambio actual para los exportadores, aunque las expectativas de una devaluación siguen vigentes.

En línea con esto, el FMI presentó un objetivo de acumulación de reservas netas de USD 10.000 MM para fin de 2024, mientras que el BCRA ya lleva acumulados USD 6.220 MM desde el 10 de diciembre.

Intervención del BCRA en el MULC

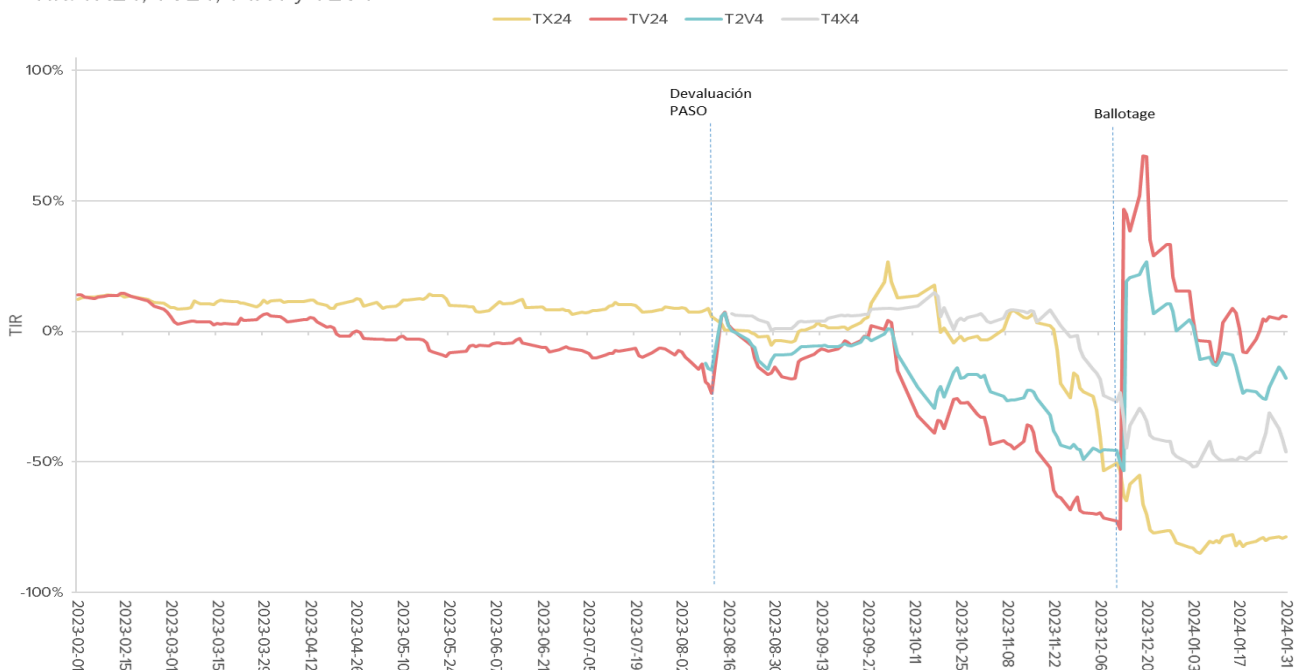


Fuente: IEB en base a BCRA

DEUDA EN PESOS

La semana pasada los bonos CER se desplomaron ante la posibilidad de que la inflación de los próximos meses se ubique por debajo del consenso previo.

TIR: TX24, TV24, T4X4 y T2V4



Fuente: IEB en base a a Refinitiv

Se vieron afectados especialmente los títulos con vencimientos desde el cuarto trimestre del 2024 en adelante, que cayeron durante la semana entre 8% y 18%. Por su parte, los bonos duales y DL también corrigieron cerrando la semana con caídas promedios de 2,96% y 1,17%, respectivamente. Durante las dos primeras ruedas de esta semana los bonos CER rebotaron y recuperaron parcialmente el retroceso de la semana previa. Las subas se concentraron en el tramo medio entre el T4X4 y T2X5 que avanzaron 9,0% en promedio.

Por su parte, **el tramo corto de la curva CER también corrigió y actualmente “pricea” niveles de inflación para los próximos 2 meses de 21% y 15% cuando semanas atrás estos valores se ubican en 29% y 25%. Los bonos DL parecen empezar a asignarle una mayor probabilidad a un salto del tipo de cambio luego de abril que se evidencia en la ampliación en el diferencial de TIRs entre el TV24 y T2V4.**

**Esta semana el Tesoro llevó a cabo una licitación en la cual ofreció tres instrumentos CER** cupón cero a junio de 2026, 2027 y 2028. Los vencimientos que enfrentaba eran insignificantes sumando apenas \$21.000 MM. Se adjudicaron \$1,35 BB concentrándose la mayor parte en el título más corto (TZX26) que acaparó casi el 90% del total, el TZX27 se llevó el 10% restante mientras que la licitación del bono más largo sobre el cual no se podían adquirir puts se declaró desierta dado el bajo monto ofertado. A su vez para evitar que este financiamiento neto sea expansivo el Tesoro anunció que continuará con el programa de recompra de bonos al BCRA, esta vez el título a recomprar será el T5X4.

Por su parte, el BCRA seguirá poniendo bids de bonos y letras en los títulos de la última licitación 200 bps por arriba de la tasa de corte por lo que se ubicaran en niveles de CER+0% para el TZX26 y CER+1% para el TZX27. Se estima que durante la semana pasada se emitieron aproximadamente \$150.000 MM por compras en el secundario. Además la autoridad monetaria sacó una comunicación donde relanza los puts estirando los plazos de los bonos sobre los cuales se pueden licitar estos, extendiéndose hasta diciembre 2027.

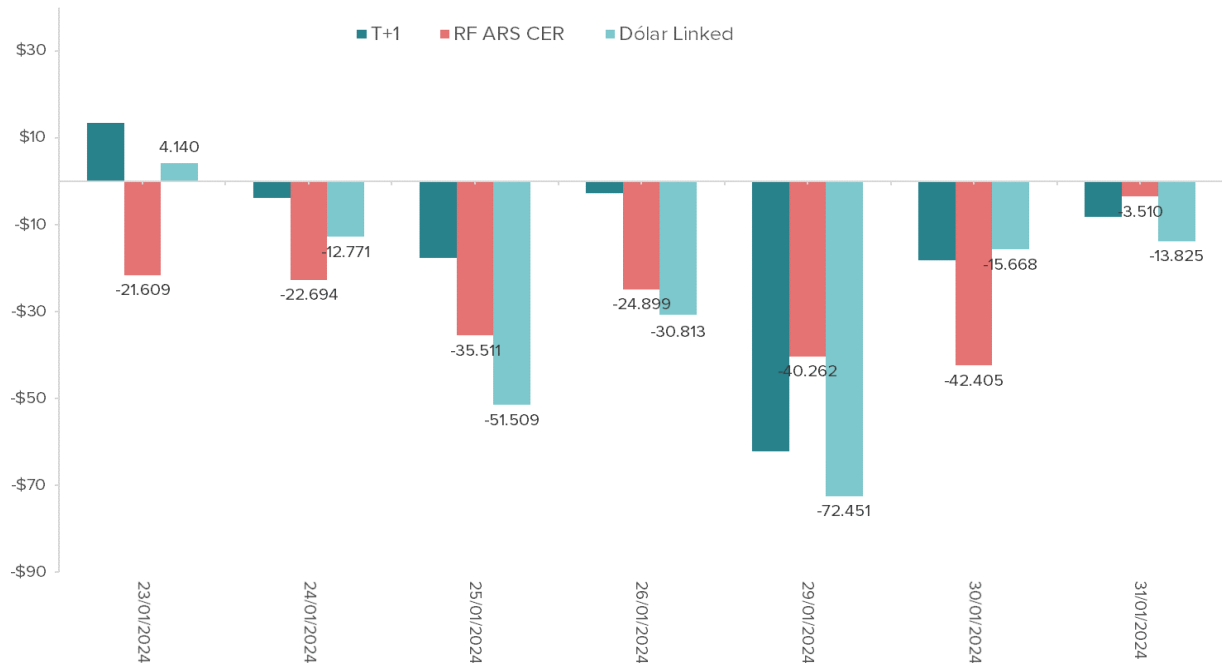
Resultado licitación del Tesoro (30 de enero 2024)					
Instrumento	Vencimiento	Monto emitido (\$ MM VN)	Valor Efectivo (\$ MM)	Tasa de corte*	
TZX26	6/30/2026	1.145.579	1.202.858	-1,97%	
TZX27	6/30/2027	145.794	150.897	-0,99%	
TZX28	6/30/2028	Desierta			
<b>Total Licitacion (en \$ MM)</b>			<b>1.353.755</b>		

\*spread sobre CER

En el día de ayer se adjudicaron puts sobre los bonos licitados por \$1,19 BB que representa el 88,0% de lo emitido el martes, lo que evidencia que los bancos siguen teniendo una participación preponderante en las últimas licitaciones del Tesoro. Los bancos tuvieron una participación siempre por arriba de 77,0% durante el gobierno de Milei mientras que en las últimas de la gestión anterior promediaba el 50,0%.

**En relación a los flujos hacia los FCIs, en las últimas 7 ruedas se viene observando una fuerte salida en los fondos ex Money Market** que suman \$510.000 MM y que se atribuye principalmente a la liquidación de la licitación del BOPREAL de la semana pasada que resultó de \$2 BB. En el día de hoy se esperan rescates de los money markets para realizar este pago. Los rescates de los fondos DL y CER en las últimas 7 ruedas suman \$192.000 MM y \$190.000 MM, respectivamente.

Flujo hacia los FCI (en ARS miles de MM)



Fuente: IEB en base a 1816

## DEUDA EN DÓLARES

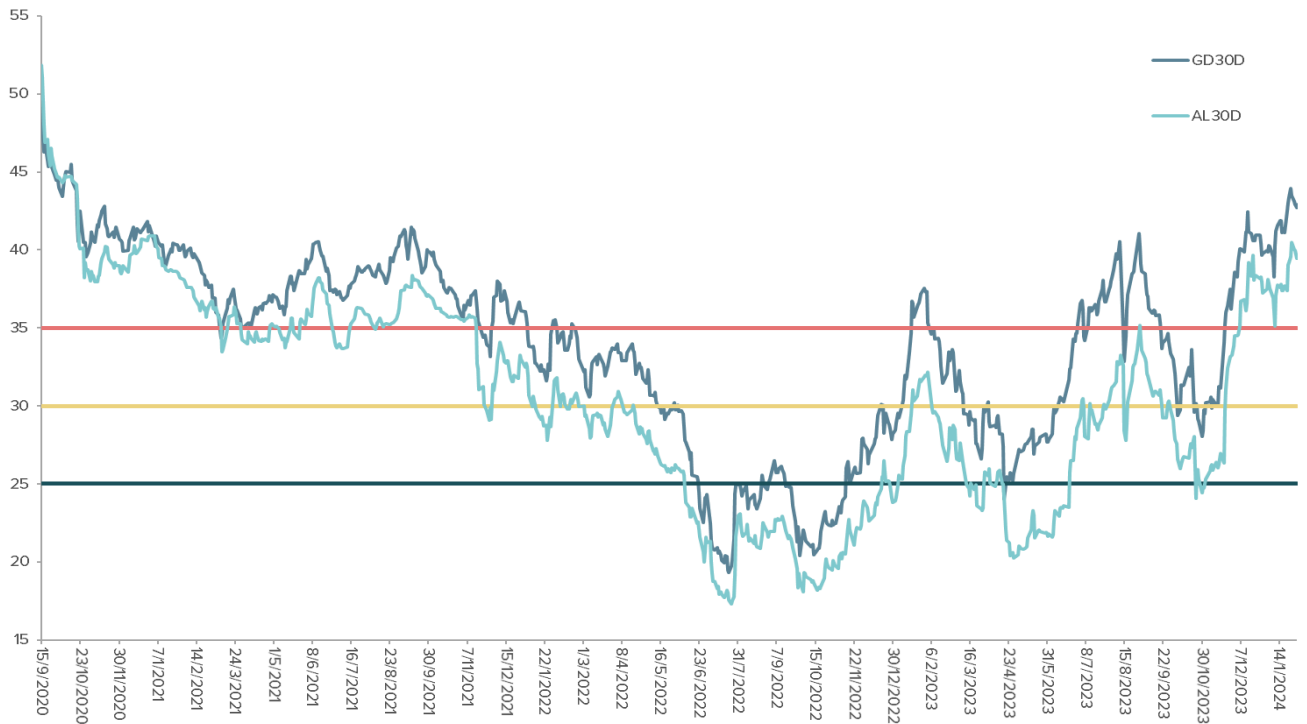
Tras una buena performance la semana previa los bonos soberanos retroceden 2,6% en la semana siguiendo con atención el tratamiento de la Ley Ómnibus en el Congreso. Esta corrección en los precios comenzó luego del anuncio del último viernes del Ministro de Economía que comunicó que se excluirá el capítulo fiscal de la Ley, si bien ratificó que el objetivo de lograr un déficit fiscal cero para este año se mantiene y que lo harían recortando otros gastos.

Por otro lado, el mercado emergente continuó con una racha positiva desde el jueves pasado que se detuvo en la rueda de ayer acumulando una suba de 1,3% desde entonces, por lo que predominaron los factores idiosincráticos en los movimientos de la deuda local durante esta semana.

El BCRA completó el monto previsto en la licitación del BOPREAL Serie 1 alcanzando los USD 5.000 MM. En la última licitación se adjudicaron USD 904 MM VNO teniendo que prorratear 55% dado que el monto ofertado excedió lo necesario para completar los USD 5.000 MM. El precio en el mercado secundario cerró a USD 68,5 operándose casi USD 4 MM de VNO contra cable por lo que el tipo de cambio implícito quedó en \$1.210.

Además recordemos que la colocación de este bono generó una contracción monetaria significativa (\$4 BB aproximadamente) dado que se suscribió en pesos al tipo de cambio oficial, ayudando a quitar presión sobre los dólares financieros. Por otra parte, estira la “duration” de su pasivo ya que ayuda a desarmar pasivos exigibles a un día por bonos con “duration” de 3,2.

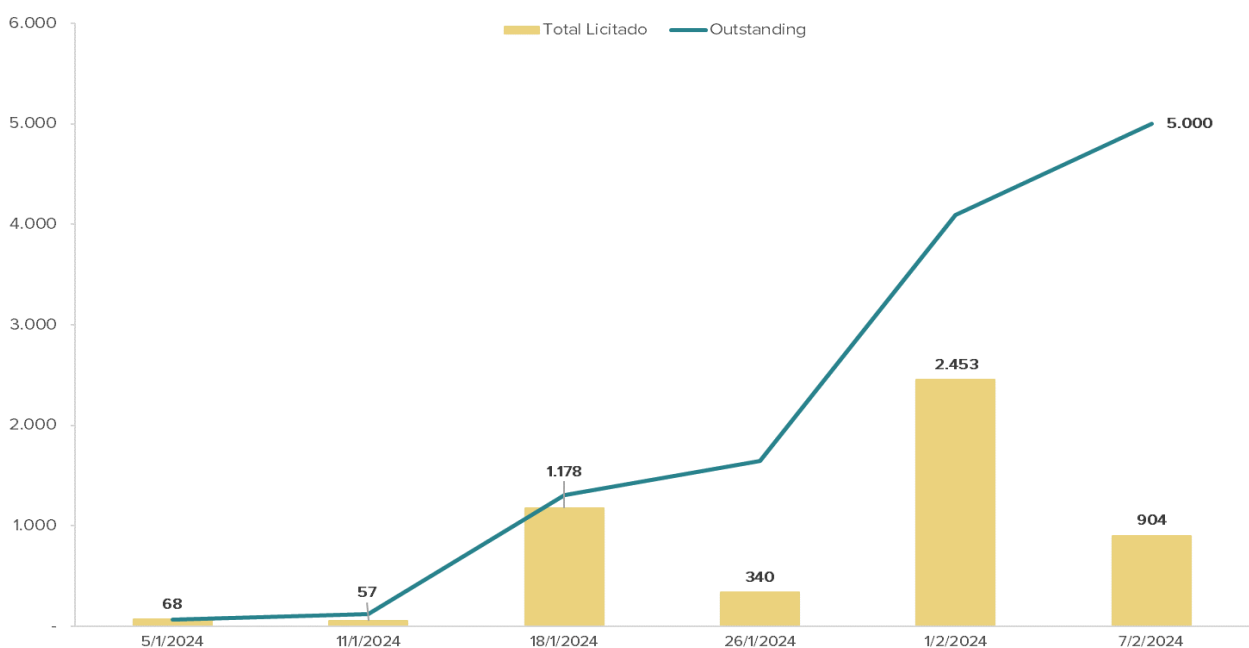
AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Con respecto a las licitaciones de las Series 2 y 3 el BCRA dijo que en los próximos días comunicará el cronograma de licitaciones. La autoridad monetaria había anunciado que el monto máximo a emitirse de estas series son USD 2.000 MM y USD 3.000 MM de VN, respectivamente.

Outstanding BOPREAL Serie 1 (en USD MM VN)



Fuente: IEB en base a BCRA



Recordemos que la **Serie 2** amortizará en 12 cuotas mensuales consecutivas a partir del 31 de julio de 2024, mientras que a diferencia de la Serie 1 no tendrá mercado secundario como tampoco podrá usarse para el pago de impuestos. Por otra parte, durante la semana pasada el BCRA comunicó que las PYMES con deudas de más de USD 500.000 tendrán “acceso prioritario” a la Serie 2.

**Un tema importante a monitorear será lo que se decida hacer con la alícuota del impuesto PAÍS dado que las licitaciones primarias a partir de febrero estarán gravadas con este tributo y esto podría quitarle atractivo ya que reduciría la brecha con respecto al CCL.**

Durante el mes de enero se observó un aumento en las paridades de los títulos más cortos (29s/30s) entre 3 y 8%, mientras que los bonos más largos tuvieron retrocesos (especialmente 38s/41s) haciendo que la curva de rendimientos se aplane. Los títulos más cortos se establecieron como los de mayor paridad dentro de la curva, con el GD30 y el AL30 en paridades de 43% y 40%, respectivamente. El mercado parece haber reducido en alguna medida la probabilidad de pago que le asignaba aumentando su preferencia por los títulos más cortos que ofrecen mayores flujos de cajas puesto que tienen pagos de capital más cercanos en el tiempo en relación al resto.

Por otro lado, los spreads de legislaciones siguen en niveles bajos, incluso desde mediados de enero se observa una compresión en el spread entre los bonos old indenture (38s/41s) que poseen cláusulas legales más robustas y los new indenture con cláusulas menos defensivas. Esto se interpreta como que **el mercado comenzó a considerar a los bonos como equiparables.**

Spreads Jurisdicciones				
	1/2/2024	Prom 6 meses	Máx 6 meses	Min 6 meses
GD29/AL29	2,93%	8,42%	22,37%	2,37%
GD30/AL30	7,95%	13,50%	22,81%	3,51%
GD35/AL35	2,10%	5,42%	15,20%	-1,36%
GD38/AE38	9,92%	12,94%	28,17%	3,49%
GD41/AL41	5,56%	7,75%	26,00%	-2,01%
Arbitraje				
GD29/GD35	17,4%	8,3%	23,0%	-6,1%
GD29/GD38	2,93%	-7,63%	6,80%	-20,06%
GD30/GD35	18,9%	11,6%	20,1%	1,0%
GD30/GD38	4,27%	-4,80%	4,27%	-19,37%
GD38/GD35	14,1%	17,3%	29,7%	8,9%

El factor de mayor relevancia para la deuda “hard” dólar en el corto plazo continuará siendo la Ley Ómnibus que de aprobarse servirá adicionalmente como una señal de gobernabilidad, un factor que siempre generó dudas del actual gobierno. Por otro lado será fundamental conocer con qué partidas del gasto se compensará la quita del

paquete fiscal de la Ley que permita cumplir con el déficit fiscal cero. **En un contexto donde el Presidente ratificó la voluntad de avanzar hacia una dolarización el diferencial de paridades con respecto a los bonos en pesos que operan arriba de 100% contra 40% de los hard dólar, nos hace preferir los segundos por sobre los primeros.** Específicamente nos inclinamos por los títulos más cortos que son los que tienen un mayor upside potencial en caso de ir hacia una normalización de la curva de rendimientos

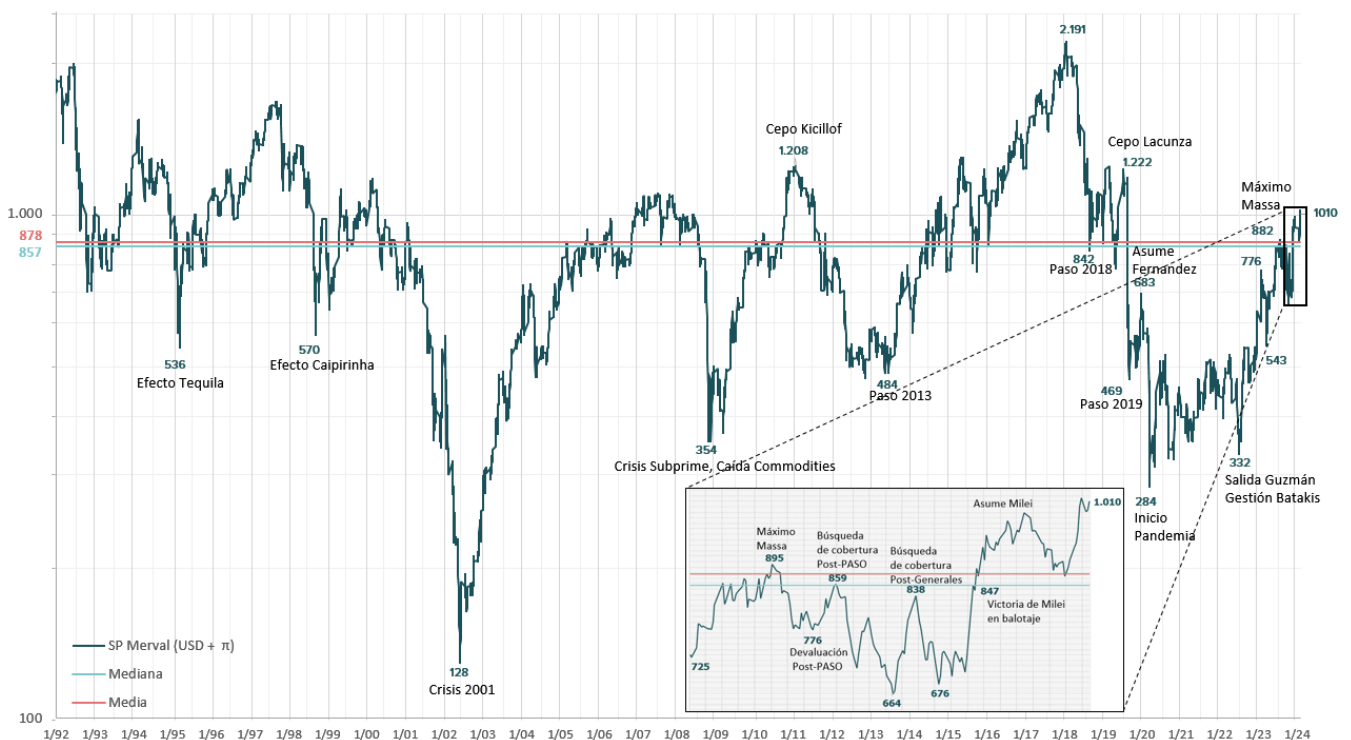
## EQUITY ARGENTINO

El mercado de acciones argentino continúa moviéndose al compás de la viabilidad que le otorgan los inversores al futuro de las reformas planteadas por el gobierno de Javier Milei. Como venimos sosteniendo en los semanales anteriores, consideramos que el índice del mercado argentino se encuentra en niveles que apuntan a un rango de valuación que va desde un “fair value” a sobrevaluación.

**¿En qué se basa nuestra afirmación? Encaramos el análisis desde tres perspectivas diferentes. La primera es una mirada a la cotización histórica del S&P Merval con una lectura en conjunto con los eventos y circunstancias que llevaron a máximos y mínimos.**

La situación actual, cerrando el miércoles a USD 1.010 puntos (al CCL y ajustado por inflación de EE.UU.) se encuentra 15% por encima de la media histórica y casi 18% sobre la mediana. Esto debe leerse dentro del contexto macroeconómico actual: un plan de estabilización incipiente pero ambicioso. Para ser exitoso, el plan debe lograr una reducción drástica de la inflación, un reacomodamiento de los precios relativos, atacar fuertemente el déficit fiscal y lograr mantener un tipo de cambio real competitivo.

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

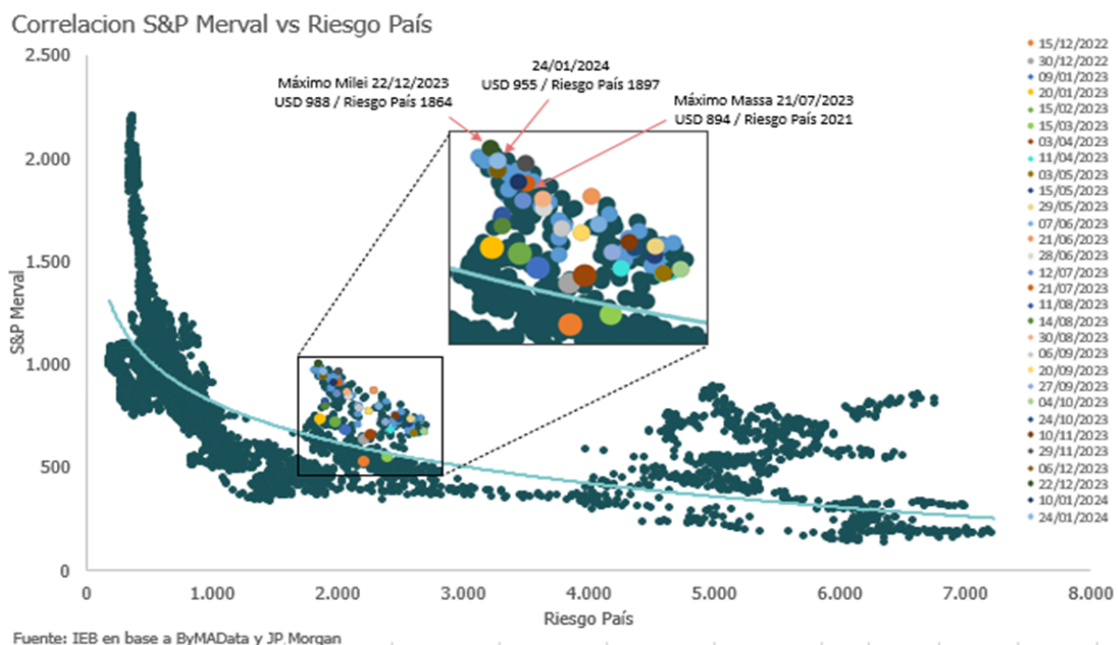


No dudamos de la voluntad política y de la capacidad técnica de la actual administración para llevar adelante este desafío. Sí, consideramos que el camino más allá de lo arduo se encuentra plagado de escollos: por un lado la viabilidad política que se manifiesta en el actual debate de la llamada “ley ómnibus” en el congreso. Por otro lado, el derrotero en el que aún se encuentra el DNU que entró en vigencia a fines del año pasado. La calle y la situación social también comienzan a lucir desafiantes frente a un salario real que sufrió un impacto importante y un nivel de actividad que comenzó a dar señales de alerta.

Es en este marco en el que leemos que los valores actuales del índice se traducen en una valuación algo elevada. Nuestra lectura es que los inversores han comprado expectativas; la posibilidad de una Argentina 2025 en un claro sendero de normalización. Pero dicha normalización llevará tiempo y se encuentra lejos de estar garantizada. De esta forma, los inversores se encuentran expectantes: el rally que comenzó tras la segunda vuelta que impulsó al S&P Merval a niveles superiores a los USD 1.000 tuvo luego su consecuente corrección para tomar nuevamente impulso y volver a superar dichos valores.

**Los inversores no parecen estar dispuestos -en este momento- a salir masivamente del equity argentino, pero tampoco parecen -a las actuales valuaciones- ávidos de incrementar posiciones. De esta manera las miradas se encuentran focalizadas en lo antes dicho y el sendero que tome el mercado de renta variable argentino se juega en la resolución de todo ello.**

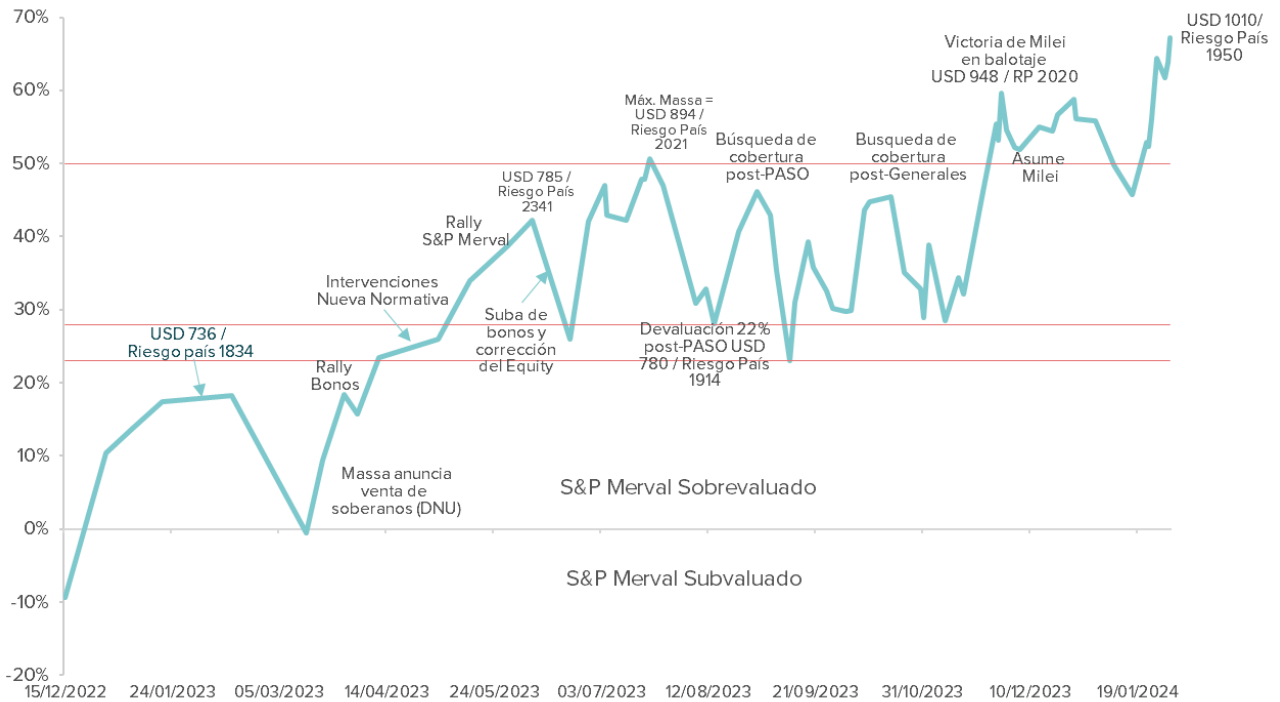
**La segunda forma de analizar el mercado como un agregado es observando su cotización de acuerdo a los niveles de riesgo país asociados.** De esta manera logramos identificar si el índice se encuentra subvaluado o sobrevaluado con respecto a las paridades de la deuda soberana argentina.



El 2023 comenzó con niveles de subvaluación del índice. A partir de marzo esta situación se revirtió y consistentemente el S&P Merval se ha encontrado en niveles de sobrevaluación. El piso de dichos niveles ha sido +20% (por sobre los niveles de riesgo país asociados) y el techo +50%. Este rango se mantuvo a lo largo del año

hasta el triunfo de Javier Milei en el que el mismo paso a un rango superior +45% / +60%. **Hoy dicho valor se encuentra en máximos: +67%. Resulta realmente difícil convalidar la magnitud de dicha sobrevaluación. Es lógico que en un contexto como el que viene atravesando Argentina en los últimos años los inversores prefieran riesgo privado a riesgo soberano. Da la sensación que el desarbitraje entre la renta variable y fija es, como mínimo, elevado.**

Desvío S&amp;P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

**Por último, si observamos los múltiplos de valuación P/E y P/BV del S&P Merval, los mismos se mantienen en valores elevados y no se condicen con el actual contexto macro al que se enfrentarán las compañías argentinas en el próximo año.**

## ESTRATEGIA

En la sección anterior analizamos el mercado como un agregado. Si bien el índice muestra niveles de sobrevaluación no todos los sectores han tenido una performance similar y, además a futuro son también diferentes las circunstancias a las que se enfrentan.

En ese sentido continuamos con nuestra estrategia de sobreponderar sectores como el de reguladas y oil & gas y subponderar el sector materiales. Para aquellos inversores con mayor tolerancia a niveles de volatilidad incrementar exposición a bancos resulta atractivo.

**Reguladas:** Viene resultando en sólidos retornos la estrategia de sobreponderar este sector. Hacia adelante continuamos con una visión positiva en el sector pero consideramos que el grueso del “catch-up” lo realizaron. Especialmente nos resultan atractivas **Central Puerto (CEPU), TGN (TGNO4), Distribuidora de Gas Cuyana**

**(DGPU2), Autopistas del Sol (AUSO) y Transener (TRAN).** El inicio de las audiencias para comenzar una revisión tarifaria en la distribución y transmisión de electricidad y el transporte y distribución de gas natural recién comienza pero es el puntapié necesario para que el sector pueda tener rentabilidad y a largo plazo comenzar un proceso de inversión en toda la cadena.

Si bien se han realizado ya audiencias y las empresas han planteado sus posiciones, el gobierno ha manifestado la prioridad de ajustar primeramente las tarifas de electricidad (distribución y transporte) para luego pasar a las de gas. En ese sentido es probable que Transener (TRAN) y Edenor (EDN) sean de las primeras en beneficiarse de incrementos tarifarios.

**Oil & Gas:** Un sector que consideramos es de los que más velozmente se va a beneficiar de las medidas implementadas por la actual administración. El ajuste en el precio interno de los combustibles es una muy buena noticia para el sector y una menor interferencia y regulación del estado en el precio interno del crudo también redundaría en el mismo sentido. **De este sector nos resultan particularmente atractivas Vista Energy (VIST) e YPF (YPFD).**

**Servicios Financieros:** En este sector incluimos únicamente a la acción de **Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)**, la cual nos continúa pareciendo atractiva en un contexto de inflación y/o devaluación. ByMA es una empresa que puede capear muy bien un entorno con inflación elevada y potenciales movimientos en el tipo de cambio. Su negocio reside en cobrar un honorario / comisión sobre la cotización de títulos valores que de alguna manera se van ajustando a dichos movimientos. Por otra parte, su portafolio de USD 200 MM (al CCL) invertido en forma muy conservadora toma ventaja de las actuales tasas de interés internacionales además de que le otorga un carácter defensivo.

**Bancos:** Para aquellos inversores más tolerantes a niveles de volatilidad altos y dispuestos a convalidar activos más riesgosos, seguimos sosteniendo que en el sector bancario se encuentra una relación potencial retorno / riesgo que para el largo plazo resulta interesante. En el corto plazo es claro que dicho sector presentará una alta volatilidad pero con una mirada más de largo plazo es tal vez el sector que más ha quedado rezagado frente a máximos observados en 2018. **BBVA Argentina (BBAR) y Banco Macro (BMA) son los que más nos gustan en dicho sector.**

Finalmente, consideramos que el sector de **materiales** se encuentra aún en valores elevados. Si se observa principalmente Aluar (ALUA) y Ternium Argentina (TXAR) las mismas cotizan a valores similares (o muy próximos a) los máximos de 2018. Para este sector nos inclinamos por la acción de Loma Negra (LOMA). Entendemos que la caída en el nivel de actividad afecta directamente los despachos de cemento. Esto ha quedado en evidencia desde noviembre y diciembre de 2023 y, consideramos, continuará profundizándose. No obstante frente a situaciones similares, el descuento al que cotiza la acción de LOMA es muchísimo mayor al que presentaba en situaciones como la pandemia de COVID-19 en el que los despachos de cemento se desplomaron.

## 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

#### **ANDRÉS NÓBILE**

*Director*

[anobile@grupoieb.com.ar](mailto:anobile@grupoieb.com.ar)

#### **IGNACIO SNIECHOWSKI**

*Head of Equity Research*

[isniechowski@grupoieb.com.ar](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

#### **LUCAS DECOUD**

*Analista - Renta Fija*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

#### **GABRIEL PRORUK**

*Analista - Renta Fija / Equity*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

#### **NORBERTO SOSA**

*Director*

[nsosa@grupoieb.com.ar](mailto:nsosa@grupoieb.com.ar)

#### **FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista - Macro*

[fherrera@grupoieb.com.ar](mailto:fherrera@grupoieb.com.ar)

#### **PALOMA MINOR**

*Analista Jr.*

[pminor@grupoieb.com.ar](mailto:pminor@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.