

9 de febrero de 2024

Argentina Weekly

El retiro de la Ley Omnibus no modifica el objetivo fiscal

- El proyecto de Ley de Bases y Punto de Partida para la Libertad de los Argentinos, popularmente conocido como la Ley Ómnibus, sufrió un traspíe en su tratamiento en particular en el recinto de la Cámara de Diputados. Ante lo que el gobierno denunció como una traición de algunos legisladores, impulsados por ciertos gobernadores, el Presidente instruyó a su bloque a retirar al proyecto de su tratamiento. Si bien el evento generó algo de nerviosismo en el mercado, con corrección de precios de bonos denominados en dólares y acciones, **el ministro de Economía Luis Caputo, explicó que lo sucedido no altera el objetivo fiscal del gobierno.**
- Además del profundo ajuste fiscal, **el gobierno viene llevando a cabo un sobresaliente reordenamiento de variables monetarias y saneamiento del balance del BCRA desde el 10 de diciembre, ancla fundamental para el control de la inflación y punto necesario de cara a la remoción de controles de cambios.** En el último Informe Monetario Mensual, la autoridad monetaria presentó una caída de la Base Monetaria del 12,1% en términos reales en el mes de enero, la cual alcanza 20,3% si extendemos el período al inicio del gobierno de Milei.
- **Los bonos hard dólar se deslizaron 4% en promedio en la rueda del miércoles luego de conocerse que el proyecto de la Ley Ómnibus fue retirado de su tratamiento.**
- **En relación a la deuda en pesos, a pesar de la fuerte salida de fondos de los FCI ex Money Market la curva de bonos en pesos sigue resistiendo muy bien.** Solo los fondos CER, T+1 y DL acumulan rescates por \$578.000 MM en las últimas 7 ruedas y \$857.000 MM en los últimos 30 días. Esto muestra el papel preponderante que han tomado los bancos desde el momento en que empezaron a desarmar posiciones en los pasivos remunerados del BCRA y empezaron a tomar más exposición al Tesoro.
- **Lo ocurrido durante la semana impactó en el mercado de equity argentino: el índice tuvo una contracción de 7,5% en dos ruedas. ¿En qué niveles de valuación deja al índice esta corrección? Desde las tres perspectivas en que analizamos el índice volvemos a concluir que el mismo arroja, aún, niveles de sobrevaluación.**
- **En términos de estrategia, continuamos considerando prudente mantener una cartera defensiva: oil & gas, algo de reguladas, ByMA y evitar acciones cíclicas.** El sector bancario, si bien luce barato en comparación con otros sectores y puede ofrecer retornos muy interesantes en el mediano y largo plazo, es recomendable para inversores dispuestos a asumir un alto nivel de volatilidad y riesgo (es incierta aún la posición en la que quedará dicho sector).

ECONOMÍA

El proyecto de Ley de Bases y Punto de Partida para la Libertad de los Argentinos, popularmente conocido como la Ley Ómnibus, sufrió un traspie en su tratamiento en particular en el recinto de la Cámara de Diputados. Ante lo que el gobierno denuncia como una traición de algunos legisladores, impulsados por ciertos gobernadores, el Presidente instruyó a su bloque a retirar al proyecto de su tratamiento. De acuerdo al artículo 155 del Reglamento Interno de la HCD, dicha decisión llevó al proyecto a foja cero. Si bien el evento generó algo de nerviosismo en el mercado, con corrección de precios de bonos denominados en dólares y acciones, el ministro de **Economía de Economía Luis Caputo, explicó que lo sucedido no altera el objetivo fiscal del gobierno.**

En primer lugar es importante recordar que el ministro había retirado el denominado capítulo fiscal del proyecto, para facilitar su tratamiento. Por lo tanto, **la caída del proyecto no modifica la situación fiscal.** En segundo lugar, es también importante tener en cuenta, que el origen del proyecto había sido concebido para generar un norte de hacia dónde quiere dirigir el gobierno al país, con el aval de todos los argentinos que votaron al actual presidente. Como específicamente lo define el nombre del proyecto, la idea era generar las bases para un país más libre, con menos regulaciones y participación del estado, para que el sector privado se sienta estimulado a realizar inversiones y reactivar a la economía, luego del impacto recesivo inicial, necesario para eliminar la acumulación de distorsiones que dejó la administración anterior. En esta línea, Caputo aseguró a través de su cuenta en X que “la votación de la ley no va a cambiar el rumbo económico”, que “no se va a gastar más de lo que se recauda”, y que “el Banco Central no va a financiar al Tesoro”, diferenciando las metas económicas de lo propuesto en el proyecto de ley, agregando en un reportaje con Luis Majul que el gobierno ya había tenido en cuenta la posibilidad de que éste revés sucediera y que por ese motivo se apuntó a un paquete de medidas fiscales que no requiera de aprobación en el Congreso, al 100%.

Si analizamos el impacto fiscal del retiro del proyecto de ley, este implicaría una reducción de 1,4% del PBI en la recaudación proyectada inicialmente por el Ministerio de Economía, lo cual a priori podría impactar significativamente en el objetivo de déficit financiero cero. De todos modos, para Caputo agregar el incremento en recaudación tributaria derivado del descongelamiento del impuesto a los combustibles y la reducción de 0,2% del PBI en el déficit primario reduciría el rojo a 0,7% del producto, lo cual **se compensaría por el lado del gasto, dando especial atención a las transferencias a provincias en medio del conflicto con gobernadores.**

Vale la pena agregar que, **al no existir un Presupuesto 2024, la administración pública ejecutará partidas de gasto en base al Presupuesto 2023, erosionado notablemente por la inflación, mientras que recaudará agregando los efectos del incremento en el nivel de precios.** Es decir, gastará nominalmente lo mismo que el año pasado con la recaudación ajustando por inflación, lo cual **significará un ajuste fiscal inmenso en sí, sin importar la implementación del resto de medidas propuestas para llegar al equilibrio fiscal** (retenciones, reversión de ganancias, adelanto de bienes personales, moratoria y blanqueo).

Si dicha situación se hubiese dado en 2023 (gastar lo presupuestado para el 2022 con la recaudación que efectivamente ingresó al sector público) el ejercicio presupuestario pasaría de registrar un déficit de 4,4% a un superávit de 5,6% del PBI, presentando una idea de la magnitud del mayúsculo ajuste que podría llevar a cabo la administración pública, sin pasar por el Congreso.

	Gasto Presupuestado 2022	Gasto Devengado	Recursos Recaudados	Resultado (% del PBI)	Resultado con Gasto 2022 (% del PBI)
Presupuesto 2023	18.126.071,29	37.144.980,74	28.785.918,24	-4,4%	5,6%

Fuente: IEB en base a Ministerio de Economía

Además del profundo ajuste fiscal, **el gobierno viene llevando a cabo un sobresaliente reordenamiento de variables monetarias y saneamiento del balance del BCRA desde el 10 de diciembre, ancla fundamental para el control de la inflación y punto necesario de cara a la remoción de controles de cambios.** En el último Informe Monetario Mensual, la autoridad monetaria presentó una caída de la Base Monetaria del 12,1% en términos reales en el mes de enero, la cual alcanza 20,3% si extendemos el período al inicio del gobierno de Milei. Si agregamos el impacto de los pasivos remunerados, fuente de emisión endógena a través del pago de intereses, los pasivos del BCRA cayeron en conjunto un 10% en términos reales desde comenzada la gestión al mismo tiempo que continuó acumulando reservas (lleva comprando USD 6.600 MM y engrosando las reservas brutas en USD 5.500 MM).

Balance Sintético del BCRA

	31/12/2022	31/3/2023	30/6/2023	30/9/2023	30/11/2023	Dic - Nov	31/12/2023	Ene - Dic	31/1/2024
1. Reservas - USD MM	41.298	38.662	27.926	26.925	21.513	1.560	23.073	4.568	27.642
2. Bonos - USD MM	6.720	7.428	8.783	7.621	4.500	0	4.500	0	4.500
3. Reservas con bonos - USD MM	48.019	46.090	36.709	34.545	26.013	1.560	27.573	4.568	32.142
4. Pasivos Monetarios - \$ MM	7.340.547	7.992.416	8.523.783	10.169.554	12.156.638	4.805.149	16.961.787	2.039.360	19.001.147
5. Pasivos Remunerados - \$ MM	10.483.446	12.275.804	16.469.099	22.349.529	25.586.680	5.471.639	31.058.319	5.396.613	36.454.932
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	371	440	681	941	1451		1742		1725
7. CCL	344	406	514	890	950		974		1.258

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

		Recompra de deuda (\$ mil millones)			
		\$ 0	\$ 1.000	\$ 2.500	\$ 5.000
Esterilización adicional m/ BOPREAL (USD MM)	\$ 1.000	\$ 1.711	\$ 1.678	\$ 1.627	\$ 1.543
	\$ 2.000	\$ 1.684	\$ 1.650	\$ 1.599	\$ 1.515
	\$ 3.000	\$ 1.656	\$ 1.622	\$ 1.571	\$ 1.487
	\$ 4.000	\$ 1.628	\$ 1.594	\$ 1.543	\$ 1.459
	\$ 5.000	\$ 1.600	\$ 1.566	\$ 1.516	\$ 1.431
	\$ 6.000	\$ 1.572	\$ 1.538	\$ 1.488	\$ 1.403

Fuente: IEB en base a BCRA y Mecon

De la razón entre pasivos y activos del BCRA se desprende un benchmark a \$1.725 vs. \$1.742 a fin de diciembre, dejando en evidencia la desaceleración en el crecimiento de los pasivos de la autoridad monetaria a raíz de los efectos contractivos del mantenimiento de una tasa de interés real negativa desde el inicio del nuevo gobierno y el financiamiento negativo al Tesoro, y dando fin a la tendencia en meses previos de incremento sostenido del benchmark CCL.

Vale la pena destacar además el rol de las licitaciones de BOPREAL, bono que cumple una doble función para el BCRA: normalización de la deuda con importadores y absorción de pesos excedentes en la economía. La adjudicación del monto máximo de USD 5.000 MM establecido para la Serie 1 significó la absorción de más de \$4 BB, de los cuales \$1 BB aún no están reflejados en los números de la autoridad monetaria.

A su vez, las procedencias de la última licitación de deuda del Tesoro fueron destinadas a la recompra de títulos en cartera del BCRA, lo cual implicaría la absorción de un adicional de \$1,35 BB.

Sumando el impacto de la absorción de las dos licitaciones en conjunto, el benchmark se reduciría a aproximadamente \$1.680. Con licitaciones exitosas para las Series 2 y 3, continuando con la recompra de títulos del Tesoro en cartera del BCRA y el ritmo de licitación de pasivos, el benchmark caería notablemente hasta \$1.400 “best case”, **gran noticia con la mirada puesta en una unificación cambiaria.**

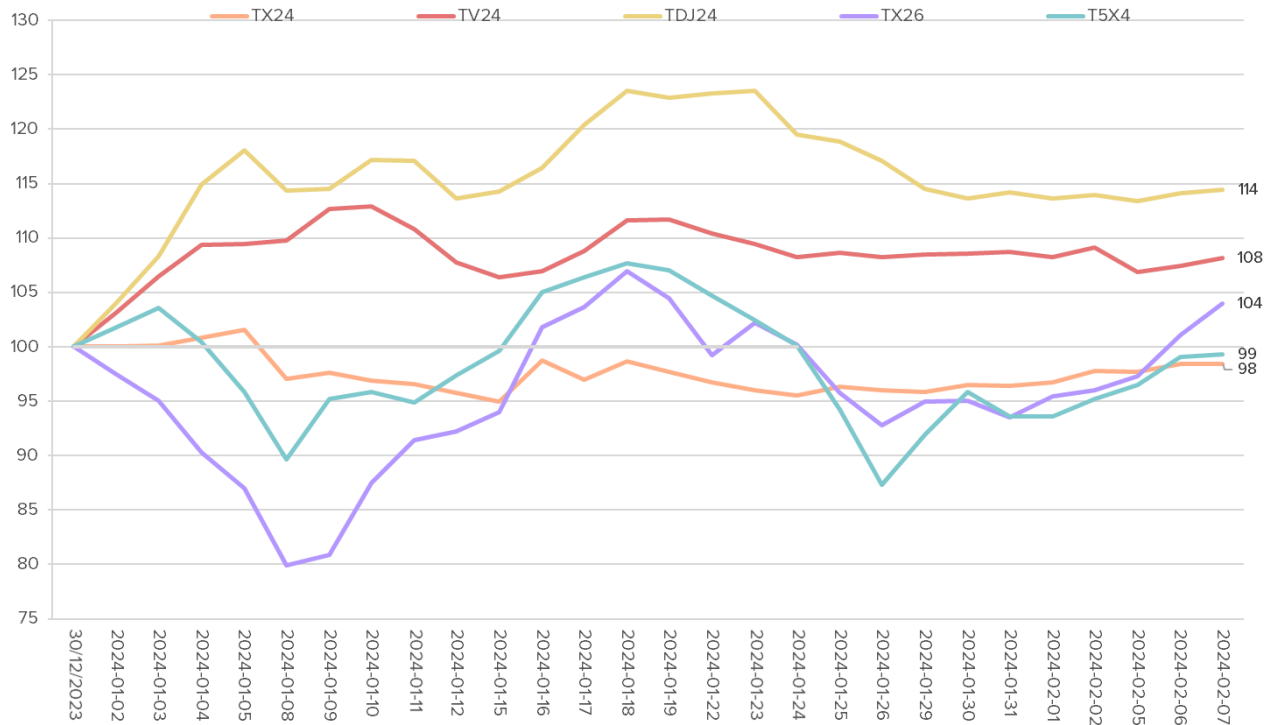
DEUDA EN PESOS

La curva CER rebotó la semana pasada recuperando parte de la caída de la semana previa. El tramo medio y largo subió 5% en promedio, con las mayores subas concentrándose en los vencimientos del cuarto trimestre de este año (T4X4 +11,59%, T2X5 +8,98%). Esta semana la curva CER extiende la racha y vuelve a acumular una suba de 5% en promedio.

La curva dólar linked retrocede 2% en promedio esta semana. Se amplía el spread entre las TIRs de los bonos dólar linked con vencimiento en 2024 lo que evidencia que el mercado apuesta al salto del tipo de cambio luego de abril. Mientras que el bono más corto de la curva (TV24) opera con TIR positiva de 12%, el bono que le sigue con vencimiento en septiembre (T2V4) lo hace con una TIR negativa de -22%.

Por otro lado, los contratos de dólar futuro pricean una aceleración a partir de abril donde la tasa forward de devaluación pasa de 4,4% en marzo a 12% en abril. Si bien el mercado descuenta una aceleración del crawling a partir de ese punto parece no estar priceando un salto discreto del tipo de cambio dado que las tasas forwards de devaluación luego de abril continúan siendo del orden de 11%.

Retornos de bonos en pesos YTD



Fuente: IEB en base a BymaData

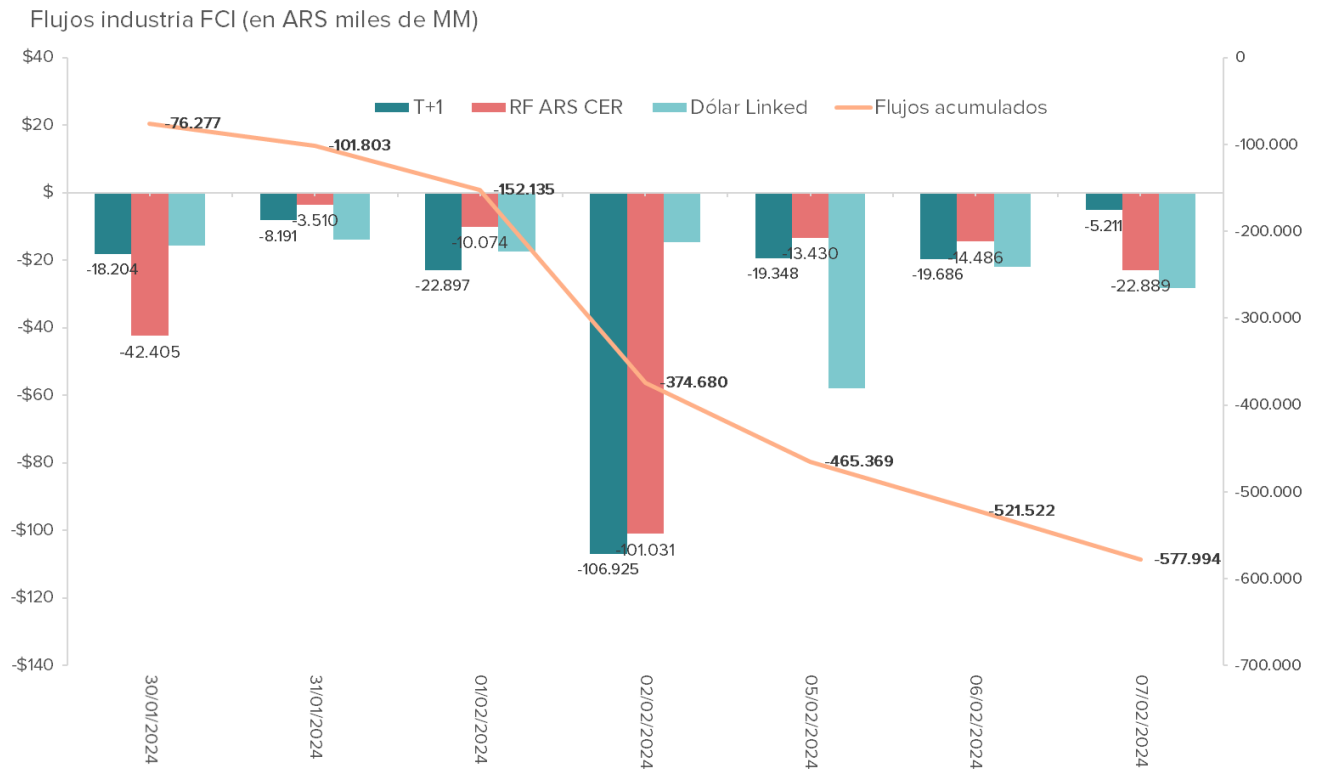
Los nuevos bonos emitidos por el gobierno en la última licitación tuvieron un buen desempeño en el mercado secundario, especialmente el TZX26 que acumula una suba de 10,27%. Dado que el BCRA se comprometió a poner bids 200 bps por arriba de la tasa de corte de la última licitación, creemos que es una buena estrategia licitar los bonos CER con este coeficiente corriendo a 25,55% mensual. En el caso del TZX26 por ejemplo, que salió a una tasa de CER-2% el bid se ubica en 0% y dada la duration del bono la caída máxima que puede sufrir este bono es de 5% aproximadamente, por lo que garantiza una tasa más que atractiva teniendo en cuenta la evolución del CER.

En el siguiente cuadro simulamos los retornos a abril de diferentes bonos de la curva pesos utilizando para ello la inflación del REM de enero y asumiendo un crawling del tipo de cambio oficial de 10% a partir de marzo. Adicionalmente se realiza un supuesto de la TIR con la que operaría el bono en ese momento incorporando un "castigo" en la TIR de los bonos CER con respecto a los niveles actuales y comprimiendo la TIR un poco más en el caso del TDJ24. El mayor upside potencial se encuentra en los títulos del tramo medio y largo de la curva CER, siendo el activo ganador de esta simulación el bono TX26 que arroja una tasa efectiva mensual de 16,13% seguido por el T5X4 con una tasa mensual de 15,11%. Por otro lado, los bonos CER más cortos y aquellos atados al tipo de cambio muestran rendimientos más en línea con el resto de tasas de la economía situándose en torno al 9% TEM. Por lo que preferimos estos títulos para apostar a hacer tasas .

Escenario a abril - Inflación REM y crawling de 10% a partir de marzo							
Mes	Devaluación	Devaluación		TC Oficial	Inflación	Brecha	CCL
			acumulada				
ene-24	2%	3,0%	\$	825	21,9%	45% \$	1.196
feb-24	2%	5,1%	\$	841	18,0%	50% \$	1.262
mar-24	10%	15,6%	\$	925	15,3%	50% \$	1.388
abr-24	10%	27,1%	\$	1.018	13,0%	60% \$	1.628

Vencimiento	Exit yields		TEAs	TEM
28/2/2024	al vto	TDF24 (DL)	195,62%	9,45%
25/3/2024	al vto	TX24	197,26%	9,50%
30/4/2024	al vto	TDA24 (DL)	115,79%	6,62%
30/6/2024	-45%	TDJ24 (DL)	185,09%	9,12%
30/6/2024	-60%	TDJ24 (DL)	266,09%	11,42%
30/4/2024	al vto	TV24	199,58%	9,57%
9/11/2026	-3%	TX26	501,78%	16,13%
20/5/2024	-43%	T2X4	250,81%	11,03%
14/10/2024	-27%	T4X4	283,80%	11,86%
14/10/2024	-17%	T4X4	189,34%	9,26%
13/12/2024	-25%	T5X4	441,20%	15,11%

A pesar de la fuerte salida de fondos de los FCI ex Money Market la curva de bonos en pesos sigue resistiendo muy bien. Solo los fondos CER, T+1 y DL acumulan rescates por \$578.000 MM en las últimas 7 ruedas y \$857.000 MM en los últimos 30 días. Esto muestra el papel preponderante que han tomado los bancos desde el momento en que empezaron a desarmar posiciones en los pasivos remunerados del BCRA y empezaron a tomar más exposición al Tesoro. Lo mismo se evidencia en la participación que tuvieron en las últimas licitaciones del Tesoro donde explicaron más del 80% de los montos adjudicados desde el recambio de gobierno.



Fuente: IEB en base a 1816

DEUDA EN DÓLARES

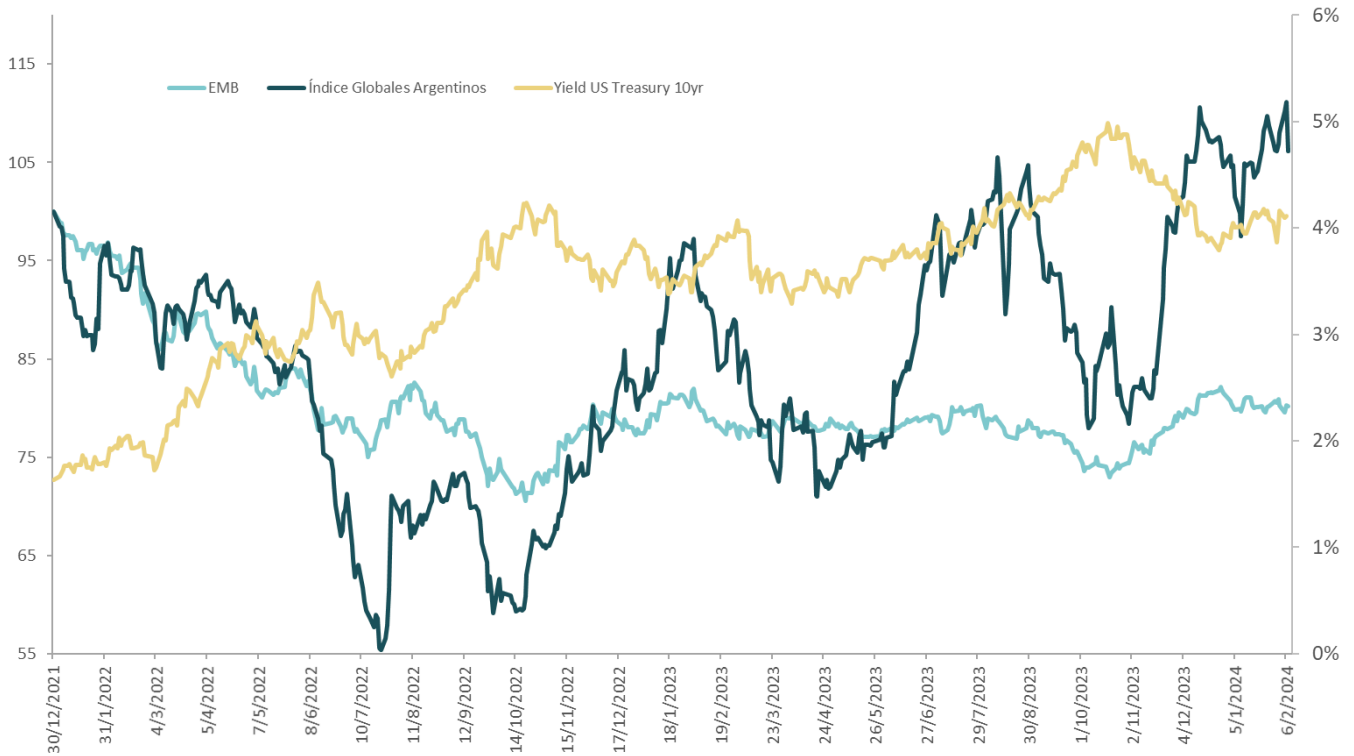
Los bonos hard dólar se desplomaron 4% en promedio ayer luego de conocerse que el proyecto de la Ley Ómnibus volvería a comisión, retrocediendo a niveles de finales de enero. La caída había alcanzado un 5% y con el correr de la rueda se morigero levemente este retroceso. Si bien el mercado parecía descontar en los precios la aprobación de la Ley, la corrección en las paridades esperamos que no se extienda demasiado.

Creemos que es una mala señal en términos de gobernabilidad y de implementar las futuras reformas, pero el mercado tiene el foco puesto principalmente en el objetivo fiscal y los artículos relacionados a este punto ya habían sido retirados del proyecto con anterioridad. Además, el ministro de economía en este sentido ratificó que el déficit financiero cero se lograra de todos modos y declaró que ya se habría alcanzado este objetivo en el primer mes del año. Por lo que el impacto de este revés legislativo sería puramente político sin efectos prácticos en el programa económico. **Esto hace pensar que el impacto en los bonos soberanos no debería profundizarse y de hecho en la rueda posterior los títulos más cortos detuvieron la caída.**

Los créditos emergentes caen 0,20% en lo que va de la semana y algunos créditos distressed como Ucrania y Sri Lanka caen en mayor medida 2,91% y 0,71%, respectivamente. De todas formas la deuda local continuará siendo influenciada en mayor medida por los factores idiosincráticos, en primer lugar por la capacidad del gobierno de realizar el ajuste, controlar la inflación y finalmente restará conocer la respuesta social a estas medidas.

Con esta corrección los bonos soberanos erosionan las ganancias que habían tenido durante febrero quedando 4% arriba desde el recambio de gobierno.

EMB vs. Globales vs Tasa Treasury 10yr (Base 100 = 31.12.21)



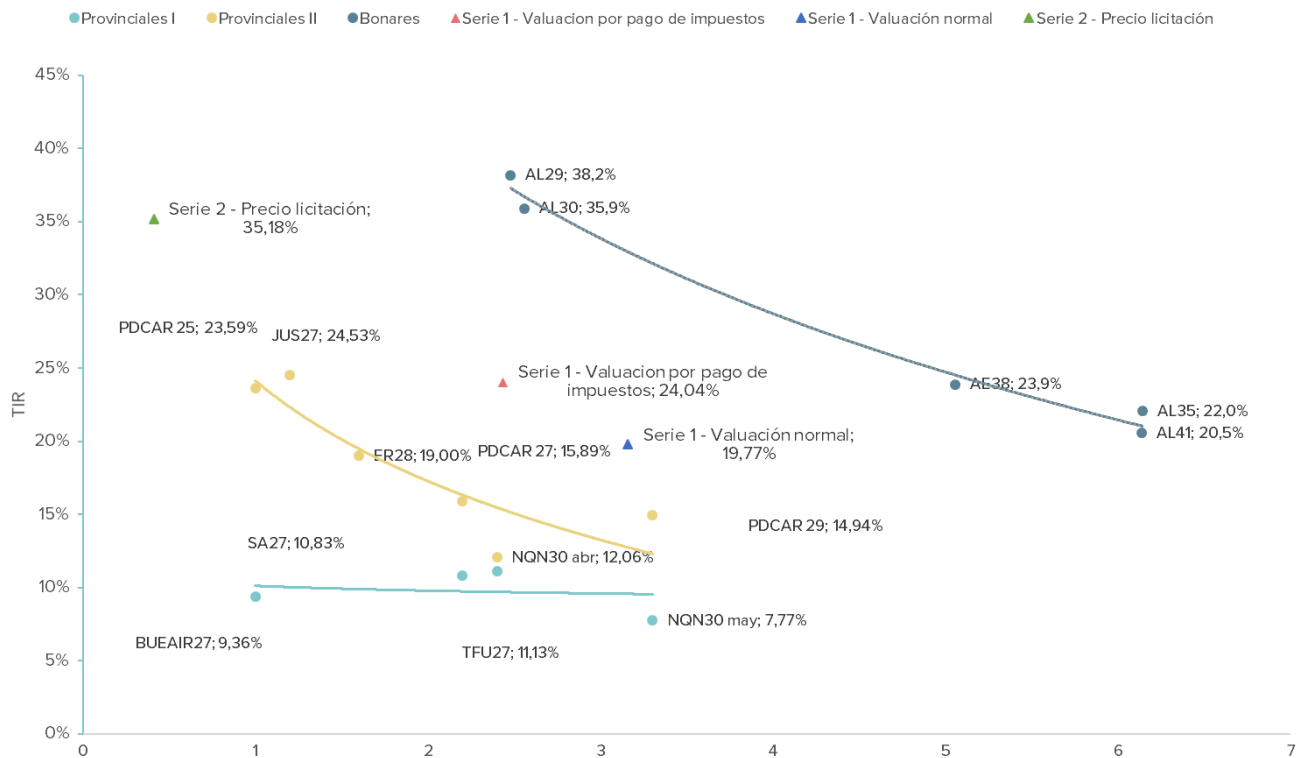
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Por otra parte, esta semana comenzó a licitarse el Bopreal Serie 2, pudiendo participar esta primera semana solo las empresas del segmento MiPyME. La semana pasada el BCRA anunció finalmente que este bono contará con mercado secundario lo que lo vuelve sumamente atractivo. Dada la estructura de flujos, brinda acceso a las divisas en un plazo corto de tiempo, lo que lo convierte en el bono con el flujo de repago más rápido dentro del mundo de los soberanos. La serie 2 amortiza en 12 cuotas consecutivas mensuales a partir desde julio 2024 hasta junio 2025. Esto permite recuperar la inversión inicial en apenas 14 meses contra la Serie 1 y el AL30 en los que este plazo se extiende a 38 meses y 35 meses, respectivamente. Por otro lado, el 50% de los flujos de la Serie 2 ocurren antes del pago de cupones y amortizaciones de enero de los bonos soberanos hard dólar. Es así que vemos mucho valor en la Serie 2 para intentar aprovechar este flujo acelerado de fondos.

El monto máximo a licitarse es de USD 2.000 MM y estará gravado con el impuesto PAIS. El precio al que se ingresa a la licitación es de \$975 -teniendo en cuenta el gravamen al que está sujeto- mientras que el CCL de mercado se encuentra en torno \$1.260, por lo que la suscripción se realiza a una paridad de USD 77 arrojando una TIR de 35%. Creemos que en el mercado secundario operará en paridades superiores comprimiendo la TIR a valores más cercanos a la de los bonos subsoberanos. Esto además puede traccionar en primera instancia la paridad de la Serie 1 y luego la de los soberanos.

Una vez completada la Serie 2 comenzará a licitarse la Serie 3 que tiene un flujo de fondos mucho menos atractivo compuesto de 3 cuotas trimestrales de amortización entre noviembre 2025 y mayo 2026 mientras que incluye un cupón de 3% anual pagadero trimestral. **A pesar de que el resto de las condiciones son idénticas a la Serie 2 preferimos esta última dada el repago más acelerado que ofrece.**

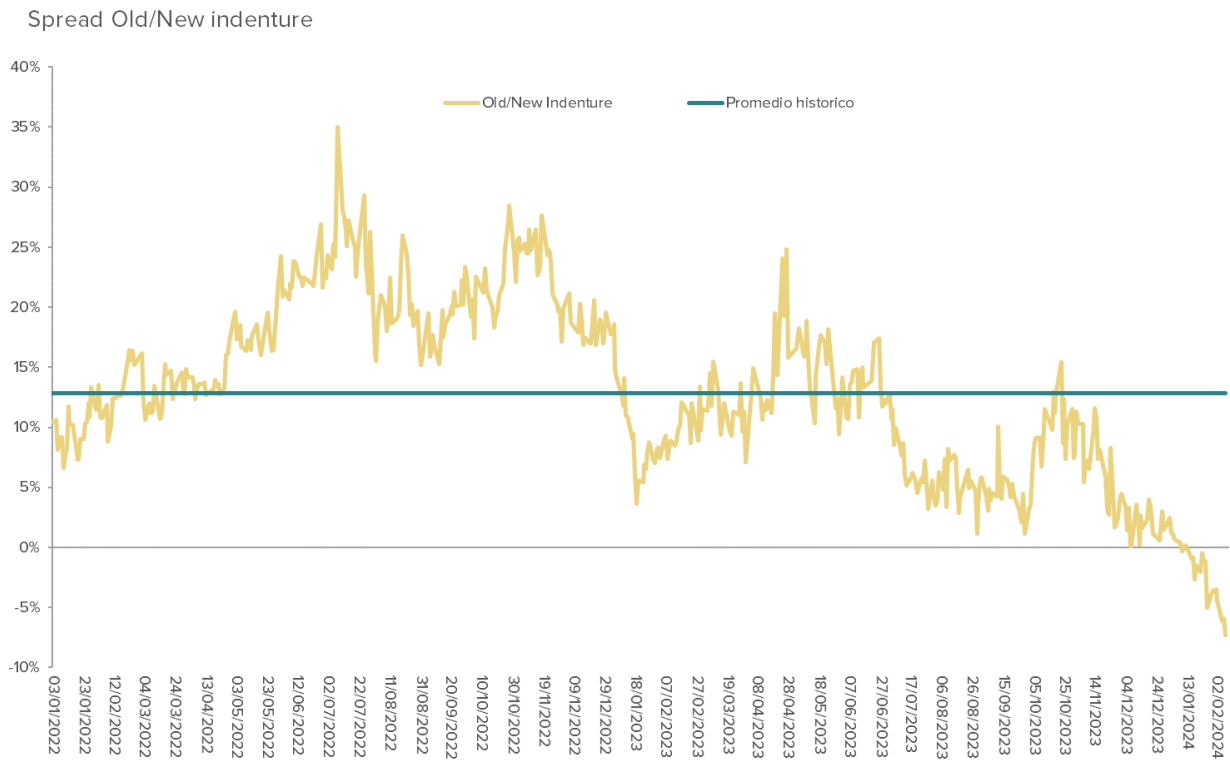
BOPREAL Serie 1 vs Soberanos y Subsoberanos



Fuente: IEB en base a Refinitiv y Bymadata

Como venimos mencionando continúa comprimiendo el spread entre los bonos old indenture y los new indenture (29s/30s/35s) con cláusulas legales menos defensivas que los primeros, con esto el mercado muestra cierta indiferencia entre la robustez legal de los títulos. Esta tendencia comienza a verse luego de las elecciones generales del año pasado y se acentúa a comienzos de este año pasando de 2,5% a -7%. **Esto puede leerse como una señal de confianza del mercado en relación al futuro de la deuda.**

De forma similar los títulos cortos (29s/30s) siguen siendo los de mayor paridad mostrando caídas más acotadas esta semana que el resto de la curva con el mercado siendo optimista con la capacidad de pago de estos bonos ya que son los que amortizan primero y por ende tienen los flujos de fondos más elevados.



Fuente: IEB en base a Refinitiv

Creemos que si se confirma el déficit financiero cero como afirmó el Ministro de economía y estabiliza la nominalidad de la economía, a los niveles actuales la deuda soberana hard dólar presenta una relación riesgo retorno que se vuelva a favor de este último ampliamente. Dada las paridades en relación a los bonos en pesos también nos hace preferirla con una mirada de largo plazo. Específicamente vemos valor en el tramo corto de la curva que serían los bonos que más se benefician en un escenario positivo en que los rendimientos comprimen a niveles similares a los de bonos emergentes. **Por otra lado, vemos una buena oportunidad en el Bopreal Serie 2 que puede comprimir algo más en el mercado secundario y brinda la posibilidad de hacerse de las divisas de manera acelerada.**

EQUITY ARGENTINO

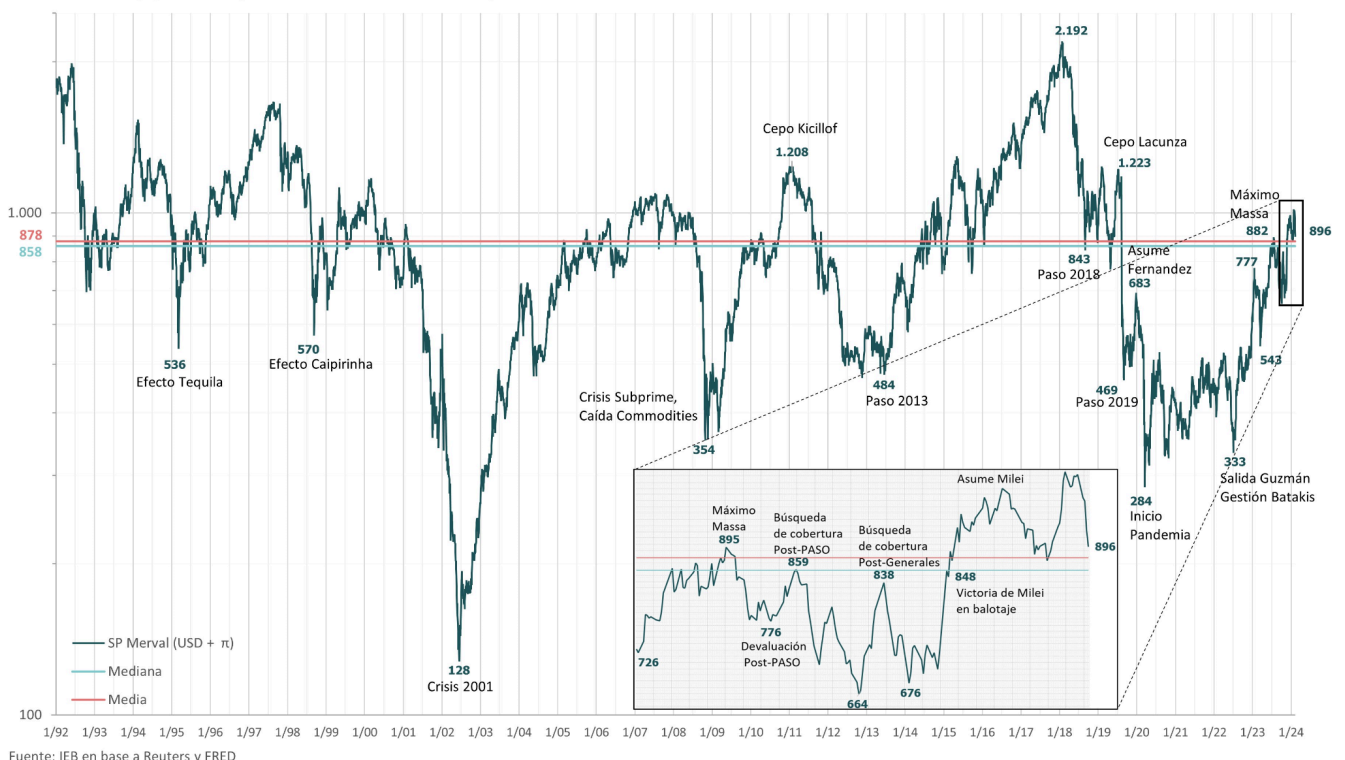
En el semanal pasado analizamos, cómo lo hacemos semana a semana, el nivel de valuación que evidenciaba el mercado de equity argentino. Nuestras conclusiones, con un mercado que había cerrado en USD 1.010 puntos (al CCL y ajustado por inflación), eran contundentes: sobre valuación bajo los tres aspectos analizados.

Concluimos que las miradas se centrarían en el derrotero de la llamada “Ley Ómnibus”, el DNU, la situación social y la calle y que el rumbo que tomaría el S&P Merval mucho tendría que ver con noticias y eventos que inclinen la balanza hacia una materialización de las reformas planteadas y dificultades en la implementación de las mismas.

En este sentido, lo ocurrido durante esta semana terminó por impactar negativamente en el mercado de equity argentino. El índice tuvo una contracción de 7,52% luego de dos ruedas consecutivas en rojo. Nuevamente intentaremos aproximarnos a una respuesta a la pregunta: ¿En qué niveles de valuación deja al índice esta corrección?

Comenzamos el recorrido con una mirada histórica del S&P Merval: al cierre de este semanal el S&P Merval cotiza a USD 896 puntos (CCL y ajustado por inflación de EE.UU.) este valor, si bien representa una corrección de 11,38% por sobre los niveles de la semana pasada, aún se encuentra por encima de la media y mediana histórica. Nuevamente debemos poner esta lectura dentro del contexto macroeconómico, político y social actual.

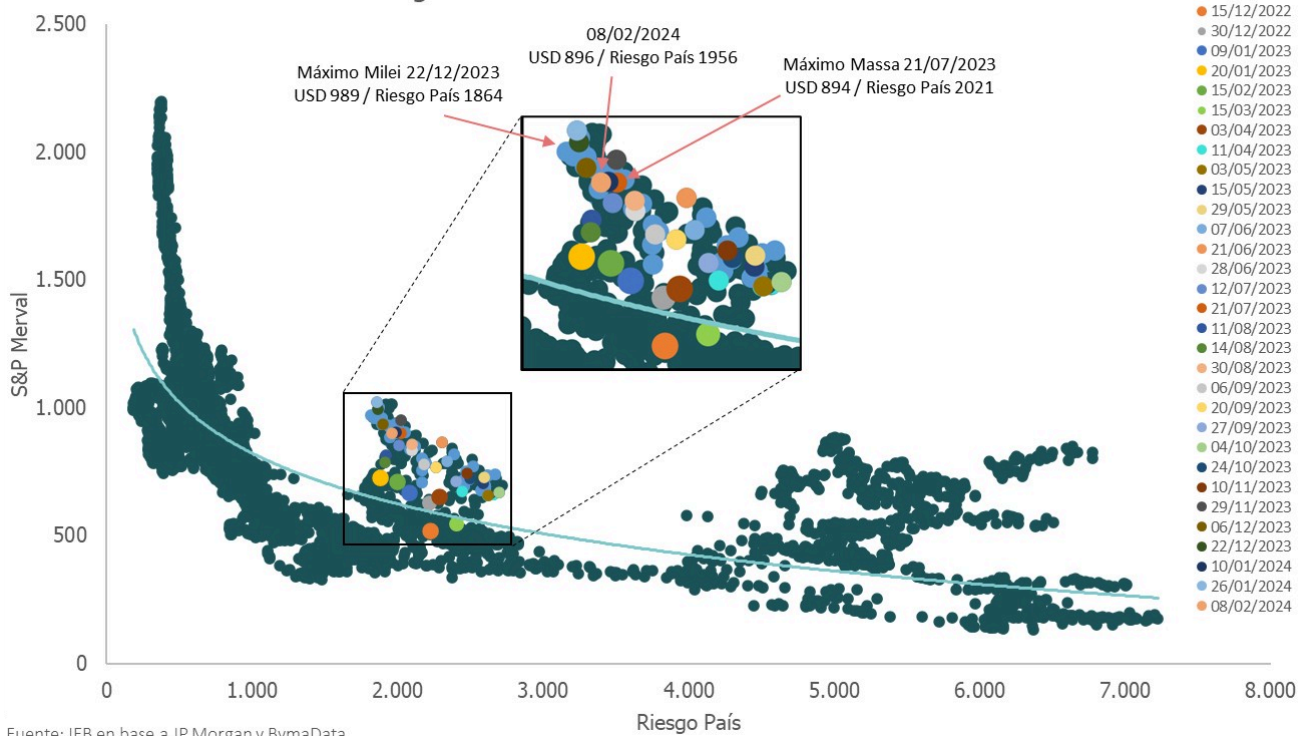
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Las noticias en el frente macro son alentadoras en el plano monetario y fiscal pero tienen su cara negativa que se evidencia por una abrupta caída en los niveles de consumo y, por ende, de actividad. Este, claramente, no es el mejor entorno para las compañías argentinas: afecta ventas, rentabilidad y ganancias. La calle y la situación social también comienzan a lucir desafiantes con un salario real que sufrió un impacto importante.

Continuamos el análisis del mercado como un agregado observando su cotización de acuerdo a los niveles de riesgo país asociados. La idea de este análisis es identificar si el índice se encuentra subvaluado o sobrevaluado con respecto a las paridades de la deuda soberana argentina.

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País

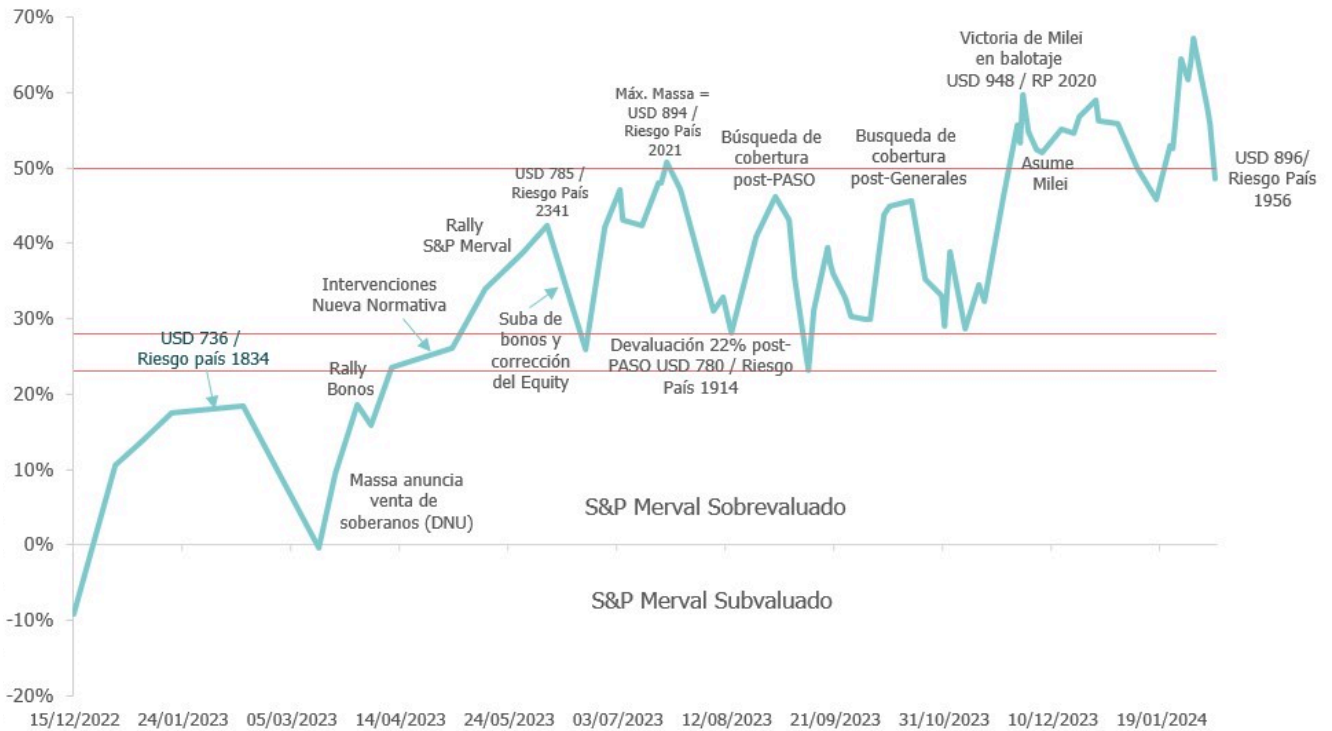


A riesgo de ser reiterativos hacemos un breve repaso sobre la evolución de la relación entre el S&P Merval y el riesgo país. El 2023 comenzó con niveles de subvaluación del índice; es decir, el mercado de renta variable se encontraba subvaluado con respecto a los niveles de riesgo país observados en dicho momento.

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%.

Luego de tocar un máximo de +67%, hoy dicho valor se encuentra en: +49%. Resulta aún difícil convalidar la esta sobrevaluación. Como venimos sosteniendo, es lógico que en un contexto como el que viene atravesando Argentina en los últimos años los inversores prefieran riesgo privado a riesgo soberano. No obstante, da la sensación que el desarbitraje entre la renta variable y fija es aún elevado.

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Nuestra última parada antes de llegar a una conclusión, es analizar los múltiplos a los que cotiza el índice. Utilizamos para ellos el P/E y el P/BV (en el contexto actual argentino el EV/EBITDA es tal vez un múltiplo más adecuado pero tiene el inconveniente que al no ser aplicable al sector bancario deja fuera un sector que tiene una ponderación alta en el índice).

Tanto en términos de P/E como de P/BV la corrección de los últimos días ha dejado al índice en múltiplos un poco más razonables de los que exhibía la semana pasada y fue notable la compresión de los mismos luego de los máximos alcanzados tras las búsquedas de cobertura y el triunfo de Javier Milei en la segunda vuelta.

Aún así, los múltiplos actuales vuelven a sugerir un índice que se encuentra como mínimo en niveles de valuación justos y, en el contexto de la película que viene hacia adelante sugieren cierta sobrevaluación.

S&P Merval Price Earnings Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

S&P Merval Price to Book Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

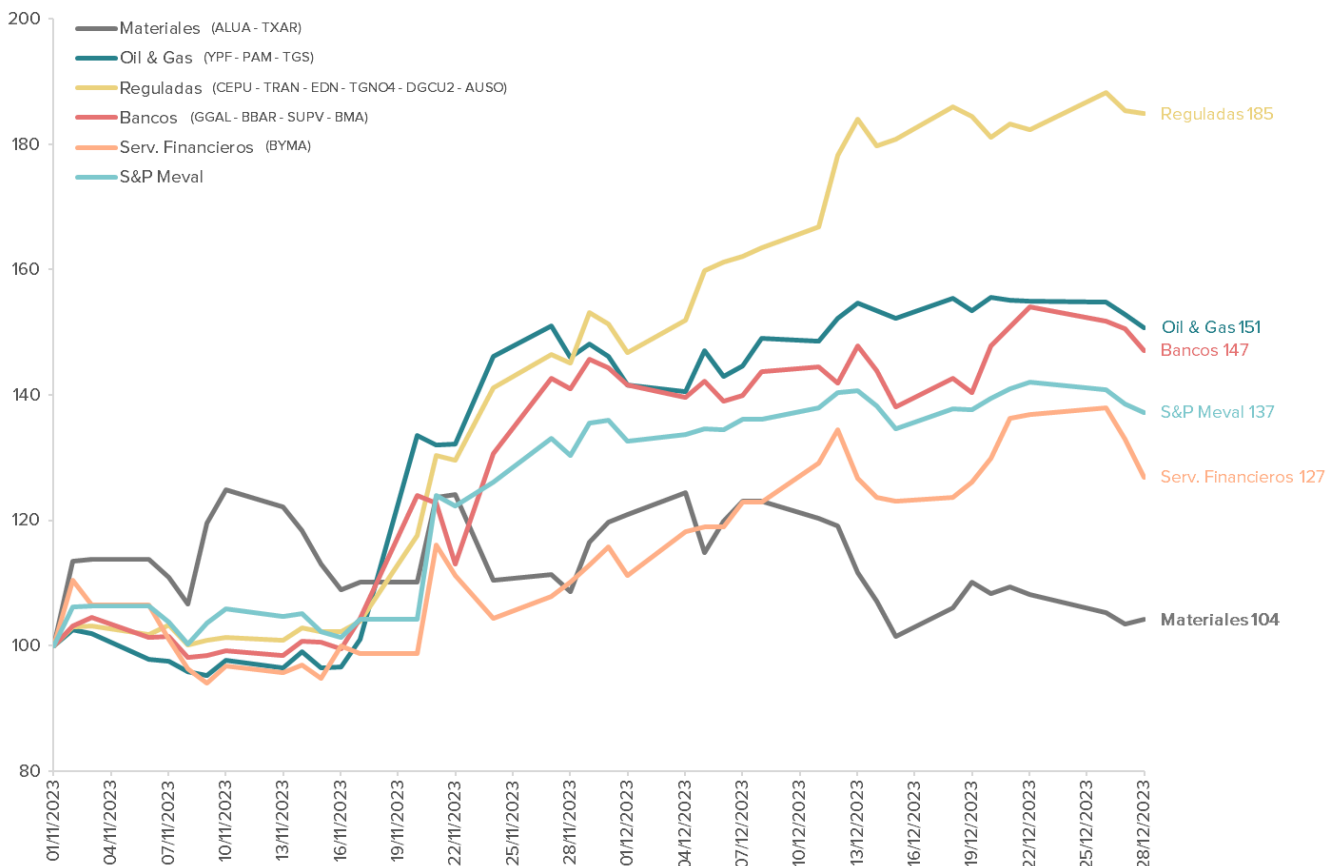
ESTRATEGIA

Luego de analizar el mercado como un agregado en la sección anterior, pasamos a realizar un rápido repaso de la performance que ha tenido nuestra estrategia de equity y trazar los reajustes necesarios frente al contexto actual.

La primera etapa de la estrategia se basó en sobreponderar sectores como reguladas, oil & gas, ByMA y evitar materiales. En este sentido nuestras recomendaciones fueron; dentro del sector reguladas: Central Puerto (CEPU), Transportadora de Gas del Norte (TGNO4), Edenor (EDN), Distribuidora de Gas Cuyana (DGPU2), Autopistas del Sol (AUSO) y Transener (TRAN). Dentro de Oil & Gas nos inclinamos por YPF (YPFD) y Vista Energy (VIST). Adicionalmente sumamos la acción de Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) y recomendamos mantenerse fuera de materiales: Aluar (ALUA) y Ternium Argentina (TXAR) por considerarlas extremadamente sobrevaluadas.

El resultado de esta primera etapa fue satisfactorio: reguladas performeó muy por encima del S&P Merval, Oil & Gas tuvo un retorno algo superior, el sector de materiales tuvo una performance muy por debajo del índice; reflejando que nuestra visión de sobrevaluación de dichas acciones era la correcta. Por último, la acción de BYMA no tuvo el rendimiento esperado.

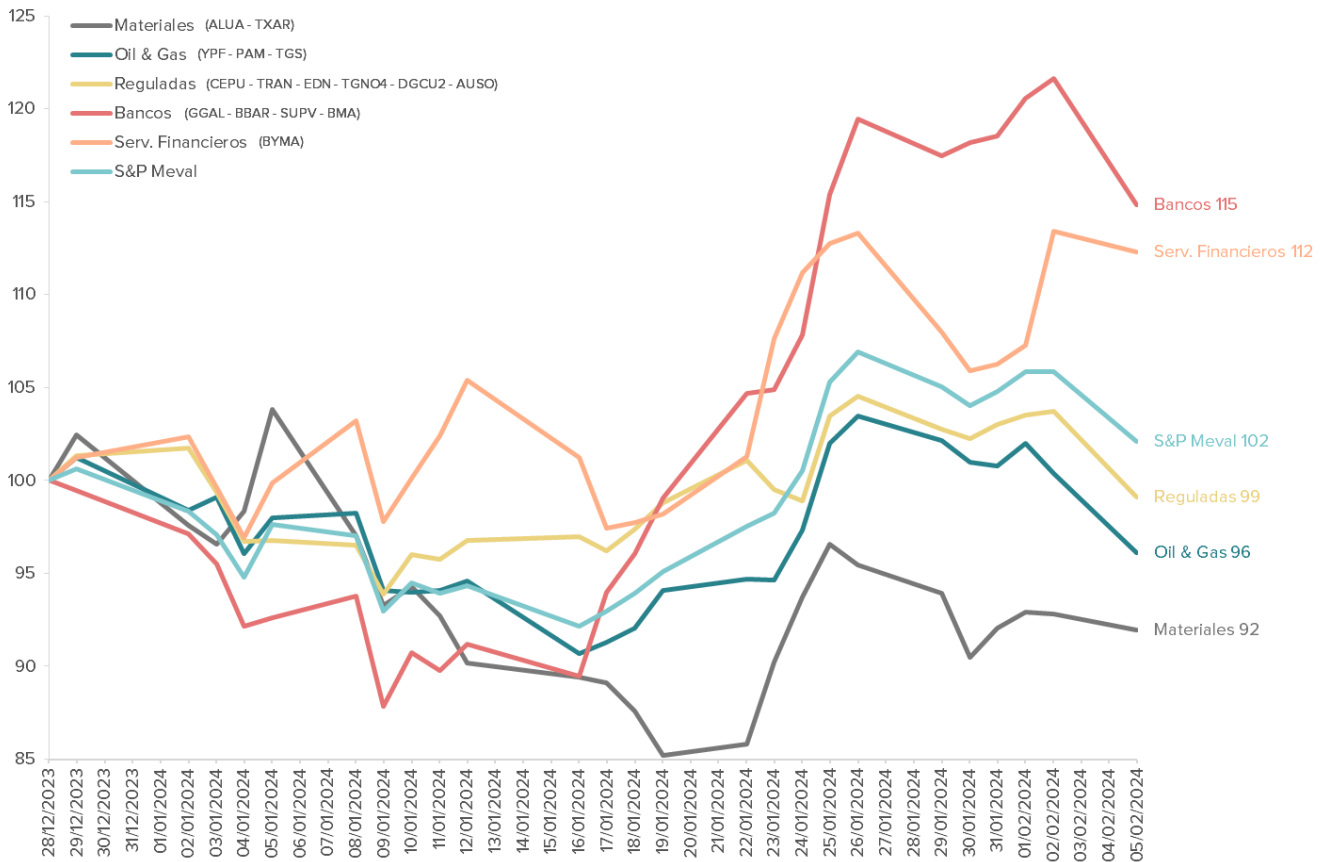
Equity Argentino por Sector al 28/12/23 aj. por CCL e Inflación (Base 100 = 01/11/2023)



Fuente: IEB en base a Refinitv.

En la segunda etapa, mantuvimos la estrategia anterior en lo general pero recomendamos bajar exposición al sector Oil & Gas para sumar acciones de bancos. Nuevamente esta segunda etapa de la estrategia resultó ser atinada: reguladas continuaron firmes, bancos tuvieron una performance muy buena, BYMA finalmente se despertó, materiales continuó teniendo una performance inferior a la del índice al igual que Oil & Gas.

Equity Argentino por Sector al 05/02/23 aj. por CCL e inflación (Base 100 = 28/12/2023)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Para esta nueva etapa consideramos prudente volcarnos a una cartera más defensiva hasta que el panorama se aclare. **De esta manera volvemos a focalizar en Oil & Gas: YPF (YPFD) y Vista Energy (VIST) nuestras favoritas. Algo de reguladas en las que aún vemos valor: Central Puerto (CEPU), Transportadora de Gas del Norte (TGNO4), Distribuidora de Gas Cuyana (DGCU2) y Autopistas del Sol (AUSO). Evitamos bancos (aunque vemos valor en el largo plazo creemos que será un sector sujeto a mucha volatilidad y riesgos), materiales y mantenemos la exposición a BYMA -vehículo que consideramos ideal para momentos de volatilidad e incertidumbre.**

CARTERA DE CEDEARS

Durante la reunión que mantuvo el FOMC la semana previa se determinó mantener la tasa de política monetaria sin modificaciones en el rango de 525/550 bps. disminuyendo a 18,5% las probabilidades de que la misma sea modificada a la baja en la reunión de marzo. Por su parte, se dió a conocer las nóminas de empleos no agrícolas, creándose 353 mil nuevos empleos, el doble de lo esperado por el mercado (180 mil). No obstante, la atención estuvo puesta en la presentación de resultados de las empresas estadounidenses, lo que llevó al índice S&P 500 a ubicarse en los USD 4.998, al cierre de ayer, ganando un % desde comienzo de mes.

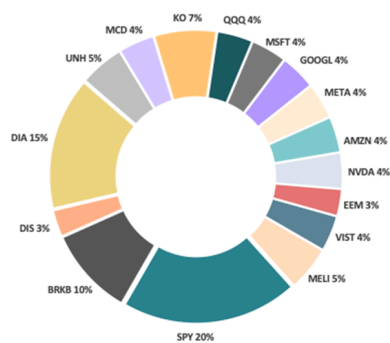
En el ámbito local, nuestra cartera de CEDEARs comenzó el mes de febrero con un rendimiento de 4,61% MTD y una volatilidad de 10,91% para los últimos 40 días. En cuanto a nuestro benchmark, el SPY (S&P 500), obtuvo un rendimiento de 3,03% durante los primeros días del mes, con una volatilidad de 10,95% durante los últimos 40 días. Así mismo, el índice Dow Jones Industrial Average (DIA) y el Nasdaq 100 (QQQ) obtuvieron rendimientos de 1,52% y 3,80% respectivamente durante el mismo periodo.

	2024												Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)	
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic			
Cartera	35,69%	4,61%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	217,61%	10,91%
SPY	31,06%	3,03%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	189,37%	10,95%
DIA	29,96%	1,52%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	182,68%	8,51%
QQQ	30,96%	3,80%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	188,81%	14,40%
CCL	29,98%	-0,87%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	182,80%	-

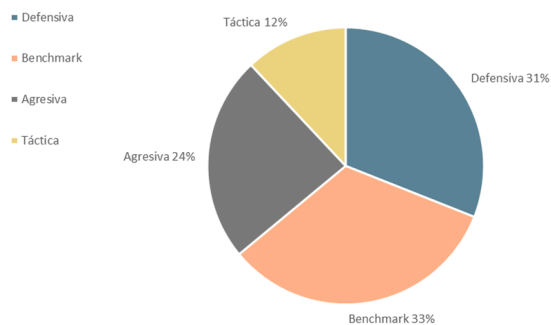
Por último, el dólar CCL mostró una variación de -0,87% MTD (medido con ADRs), lo que deja a nuestra cartera de CEDEARs con un rendimiento en dólares de 5,53% MTD. Por el momento nos sentimos cómodos con la cartera actual, creemos que el componente “agresivo” basado principalmente en compañías relacionadas con AI continúa siendo una buena estrategia y no vemos una urgencia de realizar una rotación a acciones del tipo “value”.

Tal vez las acciones que más nos han decepcionado son UNH y MCD de las que esperábamos un mejor desempeño. Por otra parte el ETF de mercados emergentes, EEM, tuvo una performance pobre. Si bien los mercados emergentes de Brasil, México e India han tenido retornos más que interesantes, la performance de China ha sido muy pobre. Es la alta ponderación que tiene China dentro el EEM lo que ha llevado a un retorno deslucido.

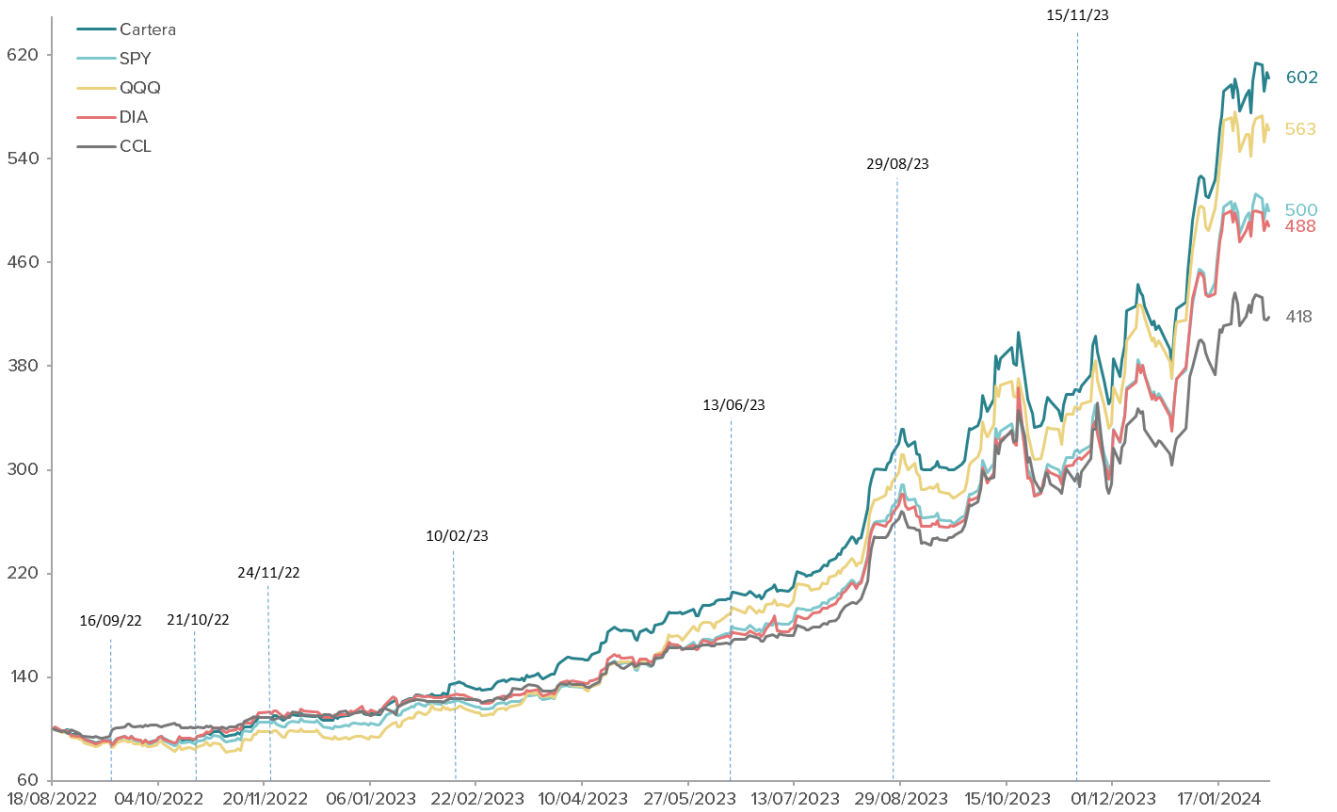
Cartera CEDEARs



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

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Equity Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity / Renta Fija

gproruk@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

PALOMA MINOR

Analista Jr.

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.