

8 de marzo de 2024

Argentina Weekly

Desaceleran las expectativas inflacionarias

- En medio del notable ajuste fiscal en conjunto con el fuerte apretón monetario, AFIP publicó los datos de recaudación para febrero, los cuales reflejaron una caída en los recursos tributarios del 10% interanual en términos reales producto de la contracción generalizada de la economía. De esta forma, **la recesión pone mayor presión al equipo económico en cuanto al objetivo de superávit fiscal, con los ingresos tributarios deteriorándose a medida que la economía se desacelera y empujándolos a profundizar el recorte al gasto público, cuya sostenibilidad ya se viene poniendo en duda.**
- **No obstante, la recesión continúa rindiendo frutos en cuanto al control de la inflación, empujando a la desaceleración de la misma.** Aunque el dato del IPC Nacional será publicado por Indec recién la semana que viene, comienzan a verse los primeros indicios de una desaceleración marcada en el incremento del nivel de precios como resultado del enfriamiento de la economía. El IPCBA marcó un incremento general de 14,1% vs. 21,7% en enero y el último REM ajustó sus expectativas inflacionarias a la baja.
- **La deuda hard dollar se encuentra en niveles máximos desde la reestructuración de Guzmán. Actualmente tienen dos desafíos por delante para continuar la tendencia alcista. Por un lado, la fuerte caída en la actividad que repercutió en la recaudación, lo que podría impedir alcanzar el déficit financiero cero en febrero, mientras que por otra parte se encuentra el problema de gobernabilidad que se evidencio en el tratamiento de la Ley de Bases y el conflicto con las provincias.** De todas formas, somos constructivos en relación a la curva hard dólar que sigue presentando una relación riesgo retorno muy atractiva a medida que se avance en el proceso de corrección de la macroeconomía.
- En relación a la deuda en pesos, **creemos que en el corto plazo puede seguir existiendo la posibilidad de hacer carry. Si se proyectan retornos de los bonos asumiendo niveles de inflación y devaluación para los próximos meses no existen oportunidades claras en ninguna curva.** Los retornos proyectados de los bonos CER medios y largos se redujeron aún más luego de que la semana pasada volvieran a tener un buen desempeño con subas de hasta 10%. Actualmente, los retornos que ofrecen asumiendo una tasa de salida “castigada” en 10% se asemejan a los que puede ofrecer un fondo Money Market. **Para hacer carry preferimos el Fondo IEB Ahorro Plus (T+1) que invierte en una cartera diversificada de renta fija.**
- **Tal como venimos sosteniendo desde hace ya varias semanas el S&P Merval continúa en un proceso de lateralización sin una tendencia definida. No es casualidad: hay tantas señales como para ser optimistas a largo plazo como para ser cautelosos a corto y mediano plazo.**
- Esta semana arrancó de lleno la temporada de presentación de resultados de las principales compañías argentinas. Tal como estimábamos, **el sector bancario fue de los que mejores resultados han venido presentando. Hacemos un breve repaso por los sectores y compañías que han reportado.**

ECONOMÍA

En medio del notable ajuste fiscal en conjunto con el fuerte apretón monetario llevado a cabo por el gobierno de Javier Milei, AFIP publicó los datos de recaudación correspondientes a febrero, los cuales reflejaron una caída en los recursos tributarios del 10% interanual en términos reales producto de la contracción generalizada de la economía. Al analizar cada tributo individualmente, los más afectados resultaron ser el impuesto a los Combustibles, Bienes Personales y Ganancias, mientras que los más favorecidos en este contexto recesivo resultaron ser el impuesto PAIS (+306% i.a., el de mayor suba por amplísimo margen), los derechos de exportación, y los derechos de importación.

| | |
|--|-------------|
| IVA Neto de devoluciones | 2% |
| Ganancias | -38% |
| Créditos y Débitos | -4% |
| Combustibles | -70% |
| Bienes Personales | -66% |
| PAIS | 306% |
| Derechos de Exportación | 52% |
| Derechos de Importación | 7% |
| Contribuciones Patronales | -19% |
| Aportes Patronales | -27% |
| Recursos Tributarios | -10% |
| Recursos Tributarios Netos de Com. Ext. | -17% |

Fuente: IEB en base a AFIP

Resulta sorprendente la performance del impuesto PAIS al compararlo con el resto de impuestos. La explicación para semejante incremento radica en parte en los ingresos extraordinarios por las licitaciones de BOPREAL, dado que las suscripciones al bono para importadores llevadas a cabo el mes pasado ya estaban alcanzadas por este gravámen a diferencia de enero, mientras que otra parte se explica por el incremento aplicado en la alícuota, la ampliación de la base imponible, y la devaluación de diciembre. De todas formas, pese a los ingresos extraordinarios, la incidencia del impuesto PAIS sobre el total de la recaudación se vio incrementada notablemente con respecto a febrero del año pasado: en aquel momento el impuesto representaba un 2% de la recaudación total, mientras que actualmente aporta un 8%, que se reduce al 4% al eliminar los ingresos derivados de las licitaciones de BOPREAL.

Esto despierta dudas con respecto a la sostenibilidad del ajuste fiscal en el caso de una salida del cepo, ya que ésta implicaría la eliminación del impuesto PAIS y significaría la quita de una importante fuente de ingresos para el sector público en la actualidad, poniendo en peligro la meta “innegociable”, en palabras del presidente, de equilibrio fiscal.

A estas inquietudes con vista a la salida del cepo se agregan las derivadas de la caída en el nivel de actividad, con los recursos tributarios netos de los ligados al comercio exterior presentando una caída interanual real del 17%.

El IVA neto de devoluciones alcanzó una variación positiva con respecto a igual mes del año anterior, lo cual a priori podría resultar una noticia positiva en cuanto a la recaudación ligada al nivel de actividad. No obstante, este crecimiento en términos reales se dio como resultado del empuje del IVA aduanero, impulsado por la devaluación del tipo de cambio, mientras que el IVA impositivo presentó una caída del 11% interanual en términos reales, siendo duramente golpeado por la contracción en la actividad al igual que el impuesto a los créditos y débitos, el cual cayó un 4,2%.

Esta contracción, además de verse reflejada en la recaudación impositiva de la AFIP, se hace notar en los principales indicadores de la actividad económica: la construcción, la industria automotriz, y las ventas minoristas todas están sufriendo los efectos del fuerte ajuste fiscal y apretón monetario desde diciembre.

El índice de ventas minoristas elaborado por CAME presentó una caída del 25,5% interanual en febrero, levemente menor al 28,5% observado en enero, acumulando así 27% en el primer bimestre del año. Se destaca entre los componentes del índice el impacto sobre Alimentos y Bebidas, con una caída del 33,3% con respecto a febrero del 2023.

Por otra parte, la caída en la producción de automóviles se profundizó, cayendo un 19% interanual vs. 16,7% en enero, con ADEFA reconociendo la importancia de las exportaciones en la continuación de la producción con un mercado interno fuertemente debilitado.

En cuanto a la construcción, el índice Construya, medida de los volúmenes vendidos al sector privado de productos para la construcción, presentó una caída del 26,6% interanual a lo largo del mes, acumulando una caída del 28% en los primeros dos meses del año. Los despachos de cemento, por su parte, agudizaron su caída en febrero hasta 23,3% luego de una caída de 20% en enero. Las contracciones en estos dos indicadores recuerdan a las observadas en los primeros meses de 2020 que, pese a que aún no nos encontrábamos en cuarentena, ya comenzaban a sufrir los efectos de la pandemia a nivel global.

| | Enero | Febrero |
|-----------------------------|-----------|---------|
| | var. i.a. | |
| Imp. Créditos y Débitos | -15,7% | -4,2% |
| Patentamientos motos | -18,7% | -14,2% |
| Patentamientos autos | -32,7% | -18,7% |
| Producción autos | -16,7% | -19,0% |
| Índice Construya | -29,2% | -26,6% |
| Despachos Cemento | -20,0% | -23,3% |
| Ventas minoristas PyMEs | -28,5% | -25,5% |
| Préstamos en ARS a privados | -35,2% | -35,0% |

Fuente: IEB en base a diversas fuentes

De esta forma, la recesión pone mayor presión al equipo económico en cuanto al objetivo de superávit fiscal, con los ingresos tributarios deteriorándose a medida que la economía se desacelera y empujándolos a profundizar el recorte al gasto público, cuya sostenibilidad ya se viene poniendo en duda luego del resultado fiscal de enero. A

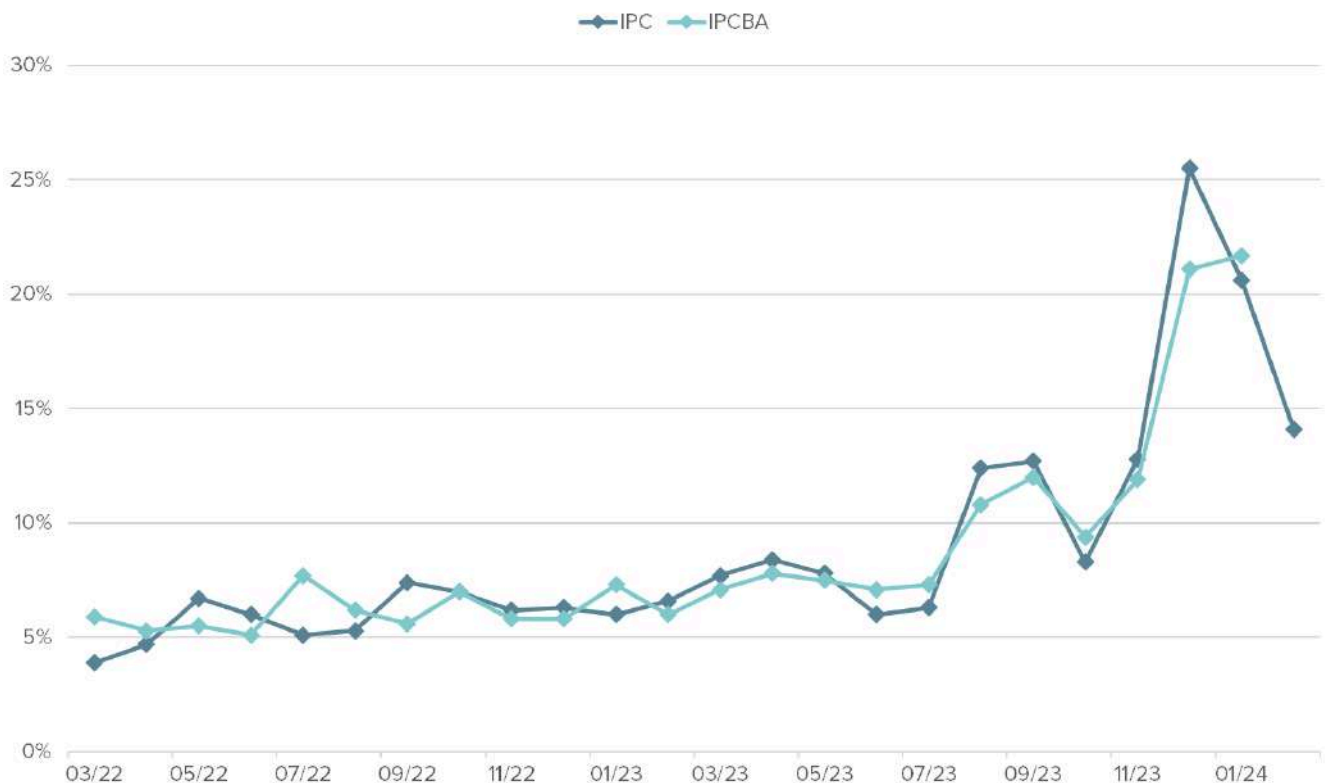
la vista de esta reducción de ingresos, no sólo ponemos en duda la sostenibilidad social del camino escogido para alcanzar el equilibrio fiscal, sino el equilibrio fiscal en sí.

No obstante, la recesión continúa rindiendo frutos en cuanto al control de la inflación, empujando a la desaceleración de la misma. Aunque el dato del IPC Nacional será publicado por Indec recién la semana que viene, comienzan a verse los primeros indicios de una desaceleración marcada en el incremento del nivel de precios como resultado del enfriamiento de la economía.

El IPCBA, índice del nivel de precios para CABA, marcó un incremento general de 14,1% durante febrero vs. 21,7% en enero y 21,1% en diciembre, con la división de Regulados marcando una variación positiva del 26% mensual, mientras que la Núcleo del 13%, dejando en evidencia la incidencia de los incrementos en tarifas sobre el nivel de inflación alcanzado el pasado mes cuando el resto de sectores del consumo presentaron incrementos de un dígito.

A su vez, el IPCBA suele ser un proxy bastante preciso para el dato a nivel nacional con algunas excepciones, siendo el desvío promedio de los últimos doce meses entre estas dos mediciones tan sólo 0,45%. En base a esto, podríamos esperar un dato de inflación a nivel nacional en línea con el dato presentado desde CABA, o incluso por debajo, dado el menor impacto de los incrementos en las tarifas para el interior del país con relación al impacto en el AMBA.

Inflación Nacional y CABA

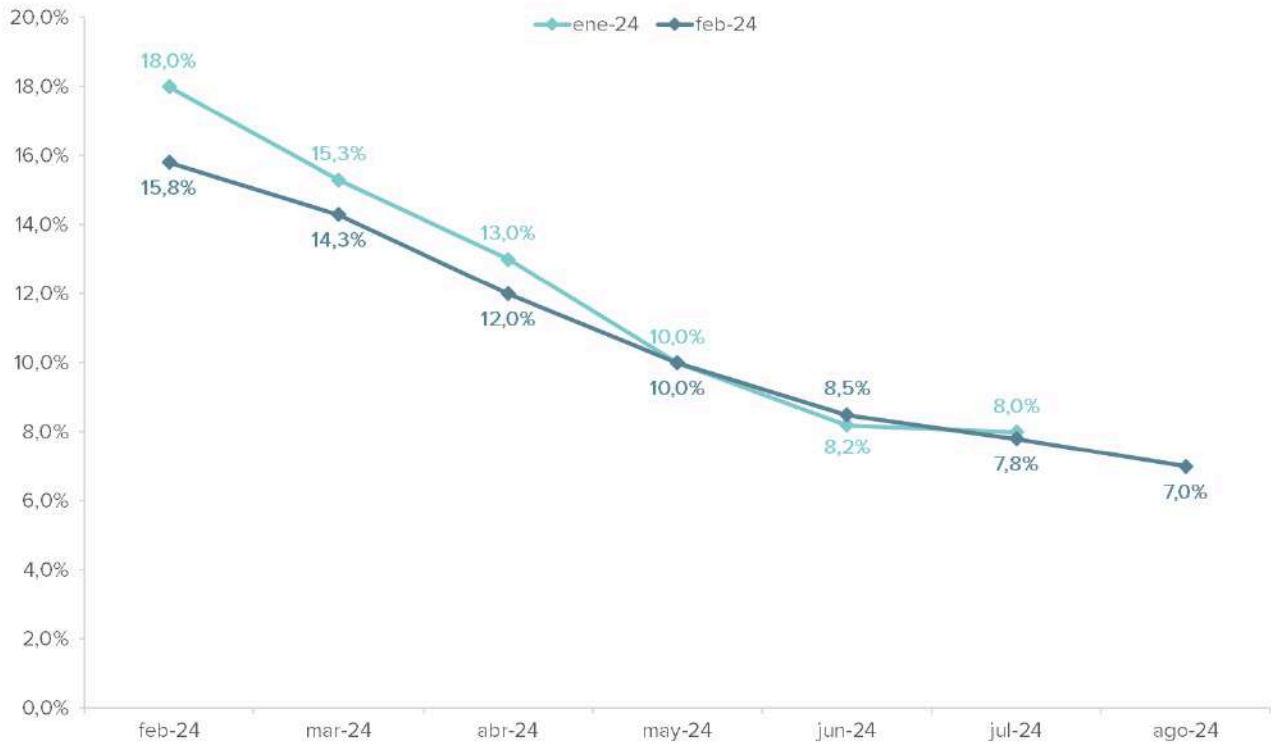


Fuente: IEB en base a Indec y Dirección General de Estadística y Censos

Adicionalmente, **las expectativas comienzan a orientarse hacia un camino con menores niveles de inflación para los próximos meses en comparación con los proyectados en meses previos. El último Relevamiento de Expectativas de Mercado proyectó una inflación para febrero de 15% cuando previamente había estimado 18%, ajustando además sus proyecciones hasta abril a la baja para todos los consultados en la encuesta.**

La misma situación se observa para las estimaciones de inflación para los próximos doce meses, la cual bajó de 183,2% a 146,9%, y para el caso de 2024, donde las cifras bajaron de 227,0% a 210,2%. Pese a la reducción en las estimaciones, continúa tratándose de niveles compatibles con un régimen de alta inflación, manteniendo vigente la necesidad de normalización de la inflación.

Inflación - Proyección REM



Fuente: IEB en base a BCRA

Más allá de la preocupación expresada acerca de la contracción del nivel de actividad, como un desafío adicional en la búsqueda del equilibrio fiscal, por el momento el mercado pondera la buena noticia de la desaceleración en las expectativas de inflación.

DEUDA EN PESOS

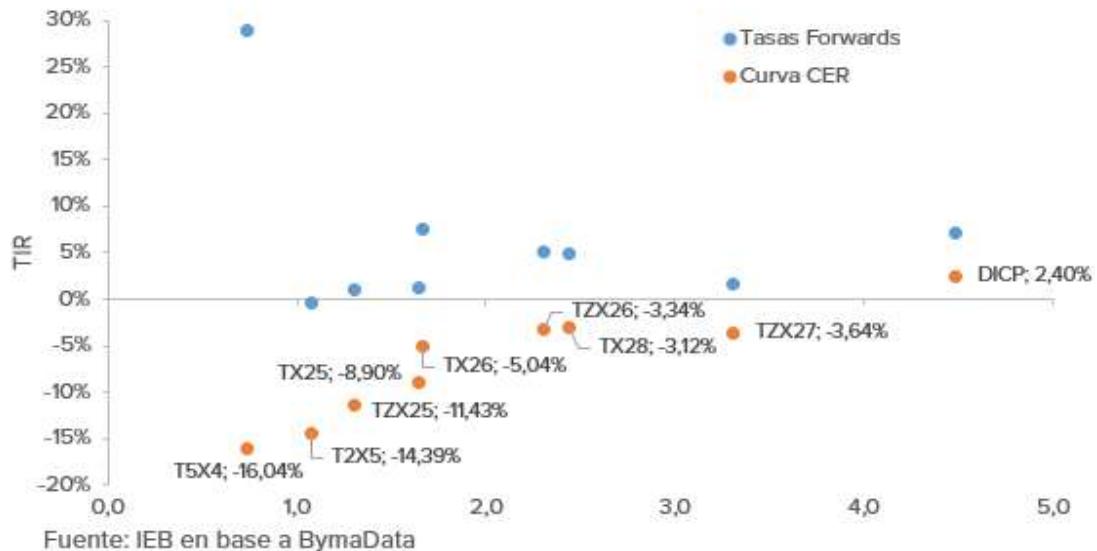
Durante la semana pasada continuó el cambio de valor relativo dentro de la curva CER. Los bonos 2024 corrigieron en la medida que caen las expectativas inflacionarias mientras que los bonos CER largos subieron entre 5% y 10% con la visión del mercado de que la deuda en pesos no sufrirá escenarios de stress en el mediano plazo y además apoyados por el carry que permite el bid del central. Las tasas forwards de los bonos CER contra el T4X4 con vencimientos posteriores al de este bono son positivas y consistentes con paridades superiores a 90% lo que muestra que el mercado sigue teniendo una visión constructiva a mediano plazo en relación a los bonos en pesos.

Los bonos duales y DL por su parte cerraron la semana con subas de 2% y 4,6% respectivamente, que venían teniendo un desempeño flojo hasta el jueves. El rebote se dio el viernes, junto con una fuerte suba de los futuros

de Rofex, frente a rumores de que el Presidente podría anunciar medidas relacionadas a la política cambiaria. Esto finalmente no sucedió y en la primera rueda de esta semana devolvieron buena parte de la suba del viernes.

En lo que va de esta semana la curva CER no traccionó demasiado con el TZX25 y el TZX26 acercándose a los niveles del bid del central. Mientras que los bonos duales y DL sufrieron una corrección de 6% y 3% respectivamente, en línea con los futuros de Rofex.

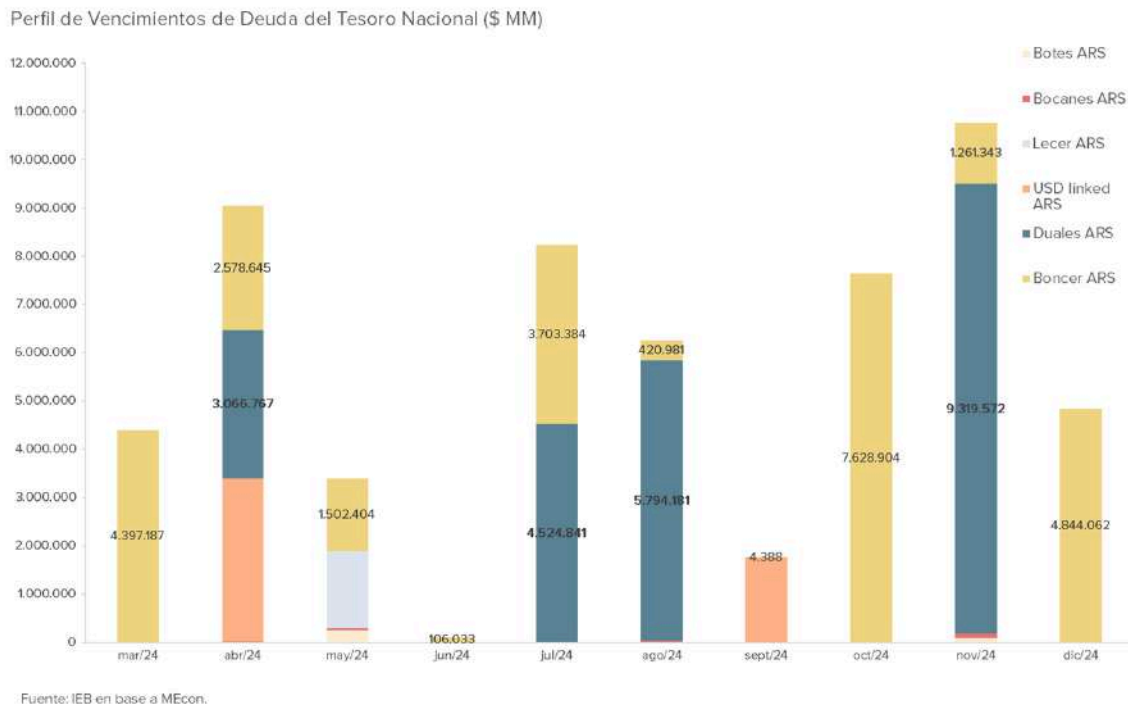
Tasas Forwards Curva CER vs T4X4



Si se proyectan retornos de los bonos a mayo asumiendo niveles de inflación y devaluación para los próximos meses no existen oportunidades claras en ninguna curva. Los retornos proyectados de los bonos CER medios y largos se redujeron aún más luego de que la semana pasada volvieran a tener un buen desempeño con subas de hasta 10%. Los retornos de estos tramos asumiendo una tasa de salida “castigada” en 10% se asemejan a los que puede ofrecer un fondo Money Market.

Por otro lado, si bien los bonos CER cortos corrigieron en las últimas semanas los retornos siguen sin presentar atractivo. Con respecto a los bonos DL y duales, incluso si se acelerase el crawling a 5% a partir de marzo los retornos de estos títulos siguen quedando por debajo de los CER.

A pesar de que en el TZX26 está el bid del central y se está cerca de alcanzar la tasa a la cual empieza a intervenir, por lo que la caída está limitada, se encuentra el riesgo de que el Tesoro pueda sacar una licitación previa a los vencimientos de final de mes que suman más de \$ 4 BB correspondientes al TX24.



El CCL continúa apreciándose, cayendo 8% entre la semana pasada y la actual. De todas formas, creemos que en el corto plazo puede seguir existiendo la posibilidad de hacer tasas posicionados en activos en pesos. La oferta de exportadores continúa firme lo que implica una oferta importante en el CCL dado que liquidan 20% a través del dólar financiero. Por otra parte, las restricciones para los importadores y fundamentalmente la fuerte caída en la actividad económica hace que la demanda de dólares en el MLC no pueda absorber el volumen de la oferta haciendo que el CCL caiga de manera sostenida. A esto se suma, la absorción de pesos vía licitaciones del Tesoro y Bopreal les quita presión a los dólares financieros.

Para esto preferimos el Fondo IEB Ahorro Plus (T+1) que invierte en una cartera diversificada de renta fija, por otro lado vemos una oportunidad en el sintético tasa fija a abril con TV24. Este sintético estaba rindiendo al cierre de ayer una tasa efectiva mensual de 9,5%.

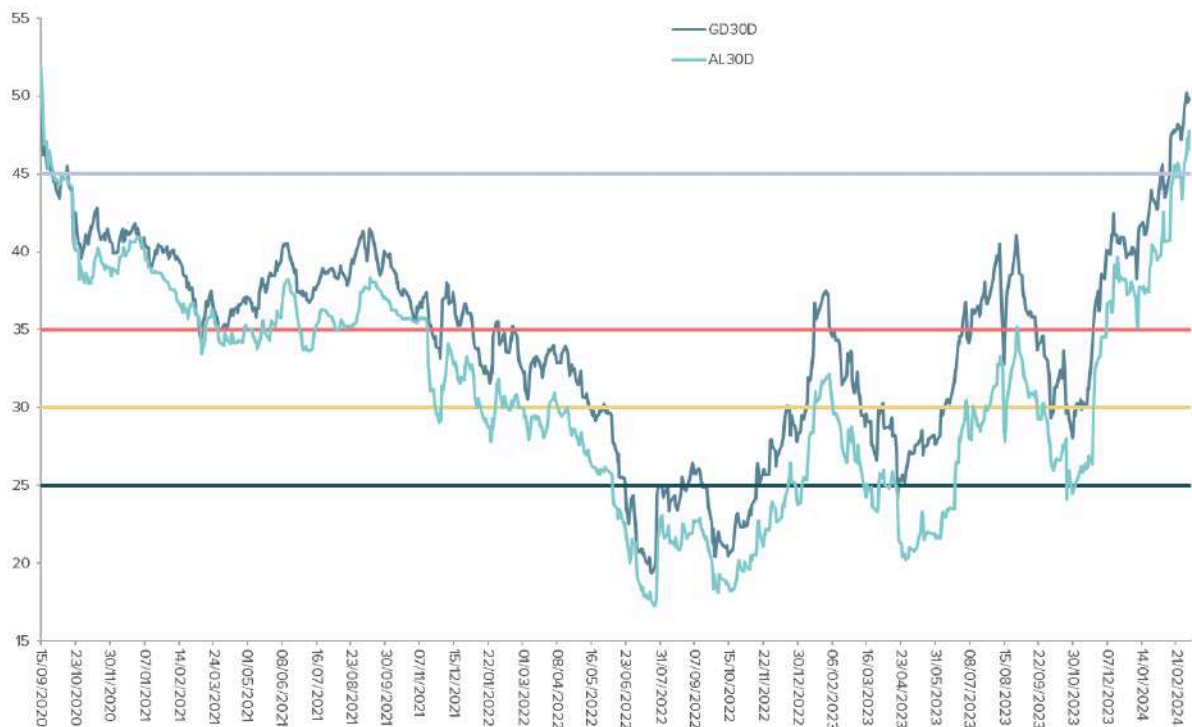
DEUDA EN DÓLARES

En relación a los soberanos hard dólar, se vieron afectados en las primeras dos ruedas de la última semana por el ruido político relacionado al conflicto entre Nación y provincias. Luego retomaron la tendencia alcista y cerraron la semana 1% arriba en promedio. Esta semana extienden el rally acumulando una suba de 3,4% ubicando a los títulos en paridades máximas desde la salida de la reestructuración de Guzman. Todo esto en un contexto favorable para emergentes donde el EMB ETF sube 0,8% desde la semana pasada con la tasa del bono del tesoro americano a 10 años cae 8 bps.

Solo este año acumulan un retorno de 16% en promedio impulsado en parte por los alentadores resultados fiscales de enero y la continua recomposición de reservas que viene llevando a cabo el BCRA que hace pensar que la deuda hard dólar podría seguir performing sin dificultad por lo menos hasta mediados del año que viene.

Los desafíos por delante son la fuerte caída en la actividad por un lado que repercutió en la recaudación, lo que podría impedir alcanzar el déficit financiero cero en febrero, mientras que por otro lado se encuentra el problema de gobernabilidad que se evidencio en el tratamiento de la Ley de Bases y el conflicto con las provincias. De todas formas seguimos siendo optimistas con respecto a la deuda hard dólar si continúa este ordenamiento fiscal y monetario que permita continuar el proceso de normalización de la curva.

AL30D y GD30D Clean vs Recovery Value

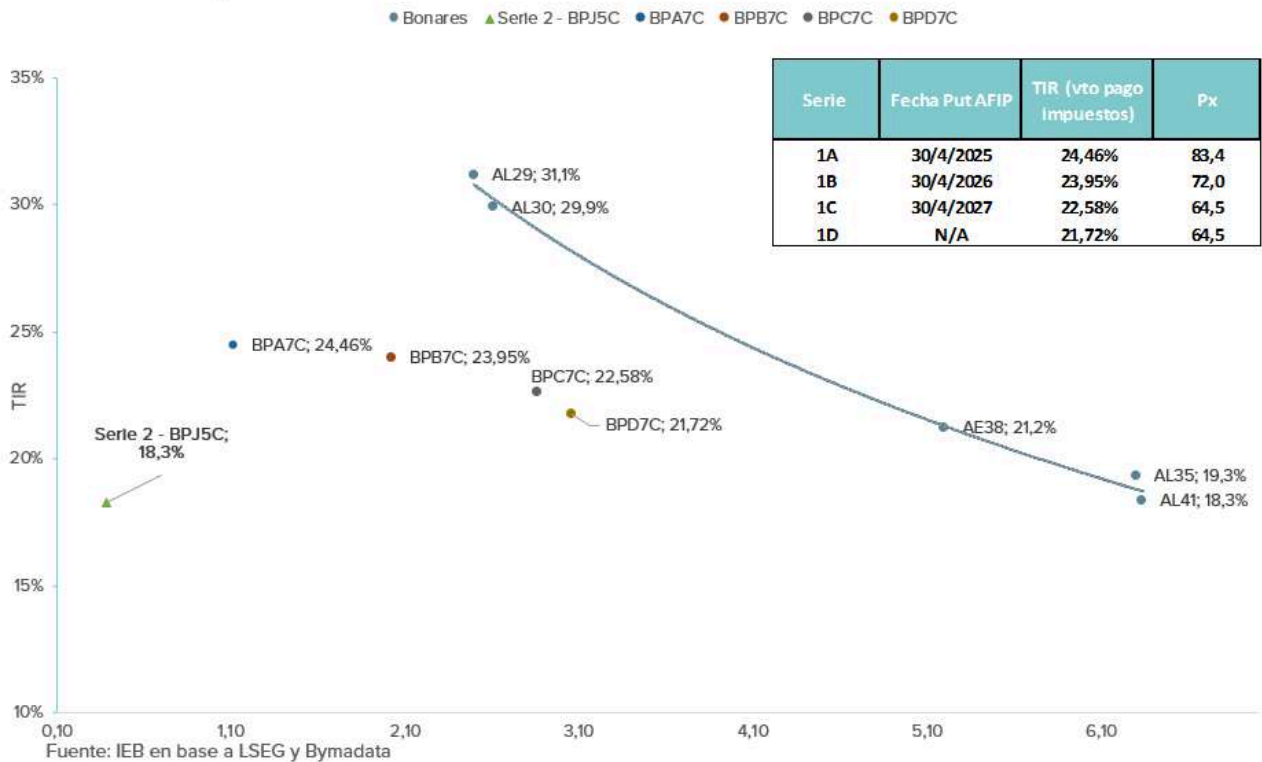


Fuente: IEB en base a LSEG.

Por otro lado, esta semana el BCRA está llevando a cabo la segunda licitación del Bopreal Serie 3 luego de que la última semana colocara USD 492 MM. Lo licitado la última semana se liquidó hoy, aunque por el momento no hay referencias en el mercado secundario. Dado que la serie 3 no cuenta con la posibilidad de usarse para el pago de impuesto como la serie 1 ni tampoco la opción de rescate anticipada y con amortizaciones que comienzan recién en noviembre del 2025 el rendimiento se podría aproximar al de la serie 1D.

Desde el viernes quedó habilitada la negociación de los 4 strips del Bopreal Serie 1: 1A, 1B, 1C y 1D. A excepción de la serie 1D el resto servirá para el pago de impuestos a partir de distintas fechas: abril 2025, abril 2026 y abril 2027 respectivamente. Serán tomados a valor técnico, el mayor entre el tipo de cambio oficial y el CCL. Es decir, el tenedor podría beneficiarse de la brecha cambiaria en caso de que siga existiendo al momento de pagar impuestos, por lo que resulta aún más atractivo que si fuera simplemente Dólar Linked. El resto de las condiciones son idénticas al instrumento original. En la rueda de ayer los títulos BPA7C, BPB7C, BPC7C y BPD7C cerraron en paridades de USD 83,4, USD 72, USD 64,5 y USD 64,5, respectivamente. Valuados a la fecha que empieza a ser ejercible el “put AFIP” las TIRs se ubicaron entre 21% y 24%.

BOPREAL Strips vs Soberanos



Dado que la deuda hard dólar se encuentra en niveles récords surge la pregunta si todavía le queda recorrido. Si bien queda mucho trabajo por delante con los desafíos que mencionamos anteriormente, el upside potencial todavía es elevado si vamos hacia una curva similar a la de sus comparables. Cabe mencionar que si bien antes el upside era claramente superior en el tramo corto de la curva con el proceso de normalización de la curva que se viene dando en los últimos meses esto cambió. Los bonos 2029 y 2030 meses atrás ofrecían un upside significativamente superior al resto de la curva mientras que ahora esto se emparejo. Incluso ante un escenario en que las TIRs convergen a 10% el tramo medio ofrece retornos superiores a los bonos más cortos.

Por otro lado, los títulos cortos en un escenario que la deuda se mantiene performing hasta el pago de enero de 2025 permite recolectar el pago de amortizaciones que comienza en julio de 2024 para los bonos 2030 y en enero 2025 para los bonos 2029. Esto los vuelve bastante defensivos frente a un escenario de stress. El escenario de que la deuda este performing hasta el pago de enero gana probabilidad de ocurrencia con las compras de divisas en el MULC del central que acumulan casi USD 9.000 M y que ya cubren los vencimientos hasta ese momento.

| TIR promedio - Ecuador 2035 y Egipto 2030 | | | Escenario Salida de reestructuración Guzman ajustada por tasa del tesoro americano actual | | Escenario estabilización exitosa - TIR promedio de Emerging Markets | |
|---|-----------------------|--------|---|--------|---|--------|
| Bono | Precio con TIR de 20% | Upside | Precio con TIR de 15% | Upside | Precio con TIR de 10% | Upside |
| AL29 | 58,94 | 20,3% | 65,83 | 34,3% | 74,90 | 52,9% |
| GD29 | 59,13 | 18,3% | 65,98 | 32,0% | 75,00 | 50,0% |
| AL30 | 56,28 | 19,4% | 63,30 | 34,2% | 72,75 | 50,0% |
| GD30 | 56,77 | 14,2% | 63,68 | 28,1% | 73,02 | 46,9% |
| AL35 | 39,27 | -2,9% | 49,70 | 22,9% | 66,66 | 64,8% |
| GD35 | 39,38 | -4,0% | 49,78 | 21,4% | 66,72 | 62,7% |
| AE38 | 44,31 | 4,9% | 54,53 | 29,1% | 70,83 | 67,6% |
| GD38 | 44,68 | 1,1% | 54,83 | 24,0% | 71,03 | 60,7% |
| AL41 | 36,30 | 1,1% | 45,74 | 24,0% | 61,91 | 59,1% |
| GD41 | 36,50 | -8,7% | 45,91 | 14,8% | 62,03 | 55,1% |
| GD46 | 40,35 | -9,5% | 49,07 | 10,0% | 64,45 | 44,5% |

Fuente: IEB en base a BymaData

Si bien en el corto plazo puede seguir habiendo espacio para hacer carry, con una mirada de mediano o largo plazo, el diferencial de tasas entre la renta fija CER y los soberanos hard dollar juega claramente a favor de la dolarización de carteras. Somos constructivos en relación a la curva hard dólar que sigue presentando una relación riesgo retorno muy atractiva a medida que se avance en el proceso de corrección de la macroeconomía.

EQUITY ARGENTINO

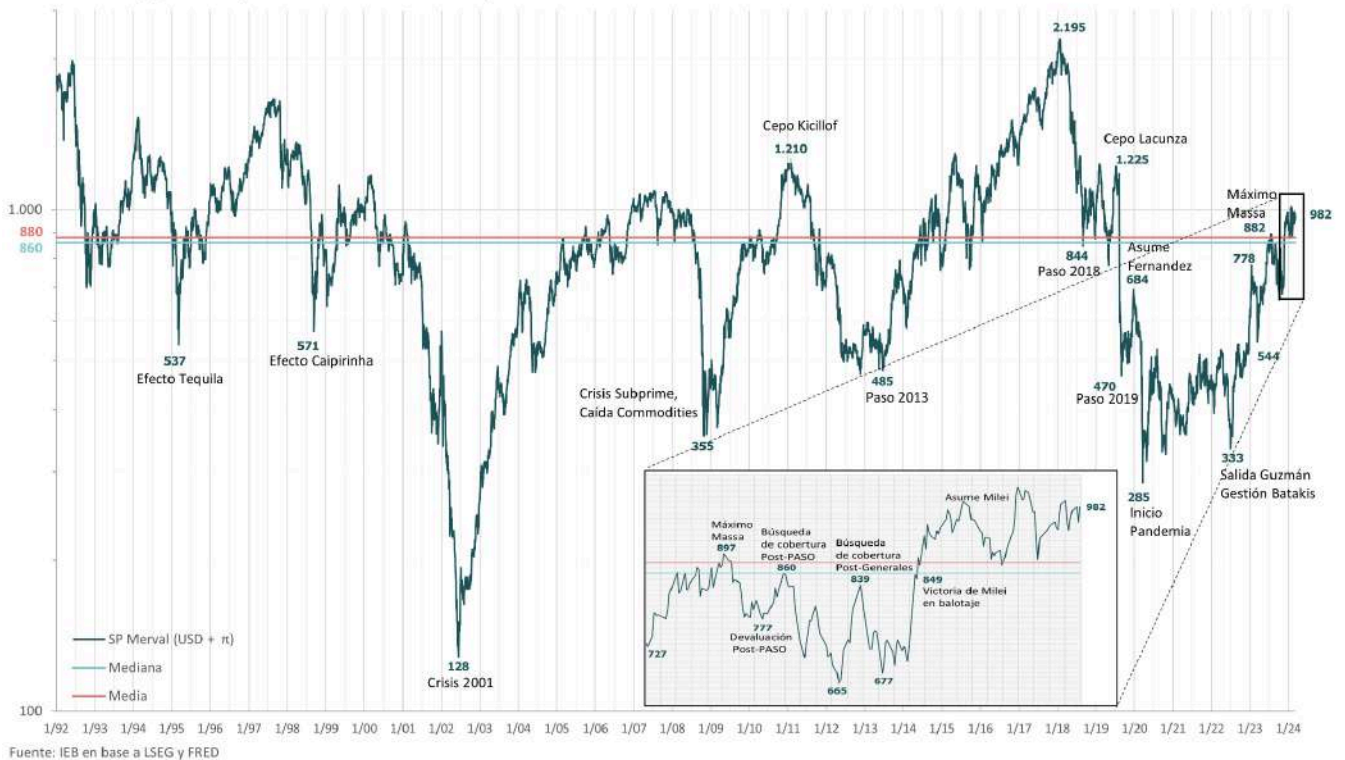
Tal como venimos sosteniendo desde hace ya varias semanas, el S&P Merval continúa en un proceso de lateralización sin una tendencia definida. No es casualidad: hay tantas señales como para ser optimistas a largo plazo como para ser cautelosos a corto y mediano plazo.

En el corto plazo y en plena temporada de balances notamos los estragos que produce la coyuntura macroeconómica actual en las ventas y ganancias de las empresas. De las compañías que ya han reportado a excepción de los bancos -que han tenido un trimestre récord beneficiados por sus posiciones en TP y a pesar de las pérdidas por inflación- son contadas las empresas que han mostrado resultados sólidos.

Más adelante nos extenderemos en ello puesto que primero comenzaremos con nuestro clásico recorrido por la valuación del S&P Merval. En términos históricos, el índice continúa por encima de su mediana histórica, valor que debemos poner en contexto para poder realizar un juicio de valor sobre su sobre o subvaluación.

Impacta muy fuerte en el derrotero que viene observándose la impresionante apreciación que ha tenido el peso argentino. Aún con un mercado que ajusta en pesos fuertemente, semejante caída lo mantiene relativamente alto en US\$ (CCL), esto no escapa a la lógica que ocurre en toda la economía: Argentina y ciertos activos argentinos han quedado -medidos en US\$- con valores elevados.

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

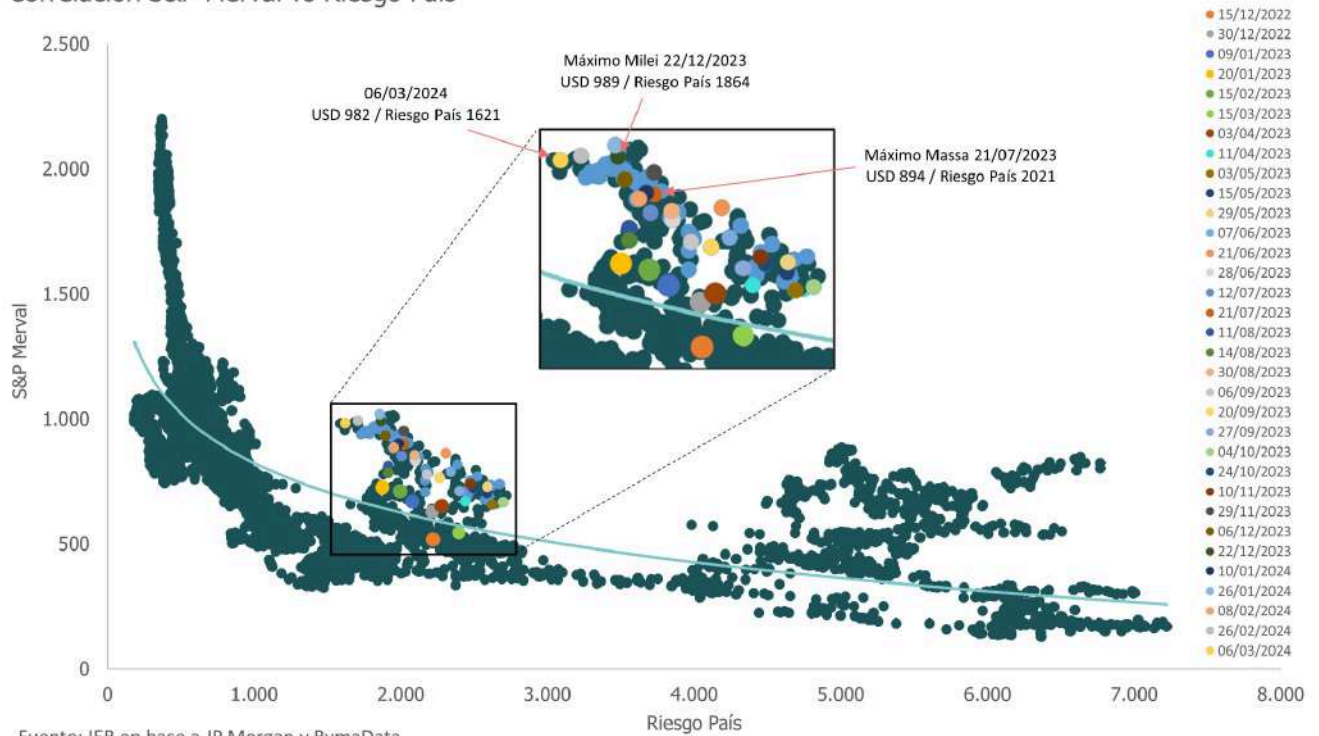


Es claro que los altos niveles de inflación observados a partir de diciembre y enero, y que comienzan a mostrar claras señales de una tendencia a la baja, vienen impactando negativamente en las empresas. La contracara de la tendencia a la baja es una abrupta caída en los niveles de actividad, efecto que nuevamente tendrá un impacto negativo en las compañías argentinas; especialmente las cíclicas.

Pero es indudable que a nivel macro, y en términos generales, los deberes se vienen haciendo bien lo que abre la posibilidad a una estabilización de la economía y el ingreso a un sendero virtuoso de control del gasto, superávit fiscal y crecimiento económico una vez pasada la tormenta. **La pregunta que, creemos, se plantean los inversores es si la sociedad continuará acompañando un programa que ha pegado de lleno en el salario real y que ahora puede comenzar a repercutir en la tasa de desempleo.**

Es justamente esta ambigüedad la que nos ha venido llevando a postular nuestra visión de un mercado de equity lateralizando hasta encontrar finalmente la respuesta al interrogante antes planteado. Es dentro de este contexto en el cual concluimos que la lectura nos indica un índice que luce de “correctamente valuado” a “sobrevaluado”.

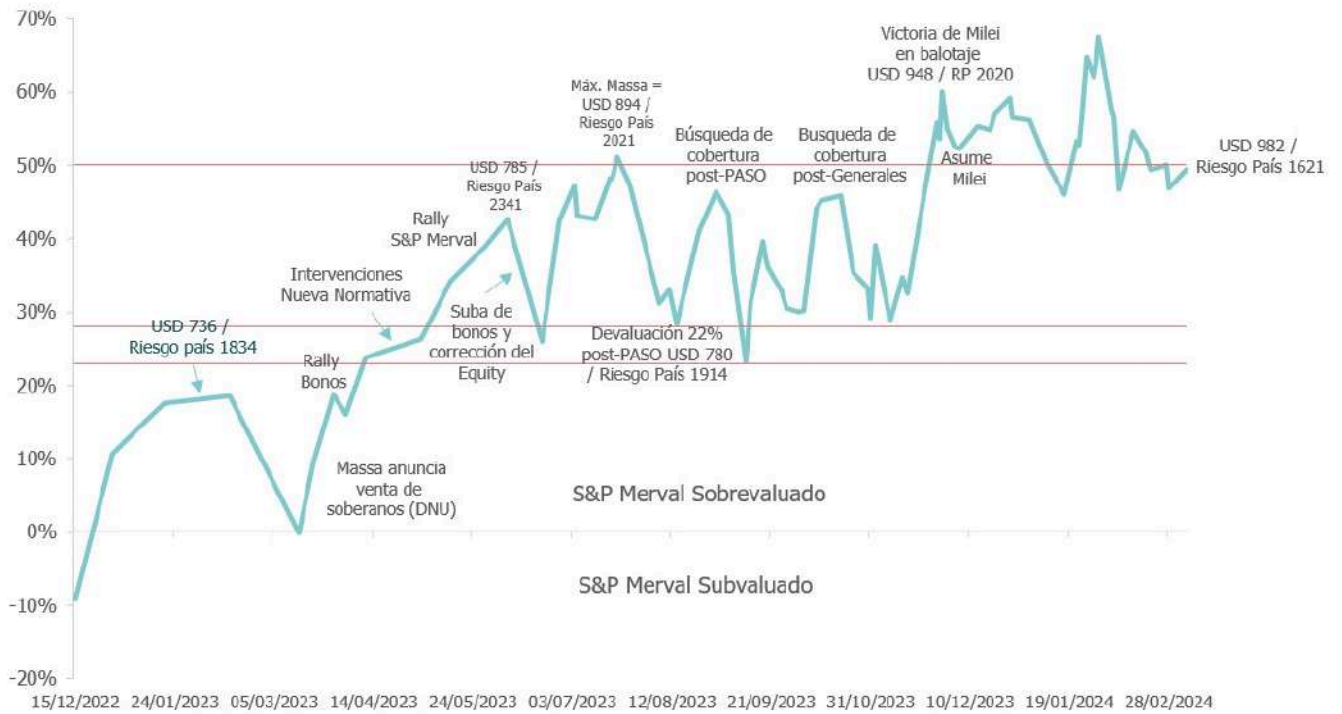
Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



En segundo lugar, el S&P Merval en relación a los niveles de riesgo país. Hemos mencionado en varios semanales el sendero que ha venido tomando el equity argentino frente a los niveles de riesgo país asociados. Desde la asunción de Javier Milei el rango de sobrevaluación saltó a niveles de +45% / +60%, volviendo a ubicarse nuevamente cerca del +50%.

Aunque la corrección ha sido notable; en parte explicada por la suba de la deuda soberana y la corrección que ha tenido el equity argentino, continuamos creyendo que hay un desarbitraje entre la renta variable y la deuda soberana y que el mismo aún es alto.

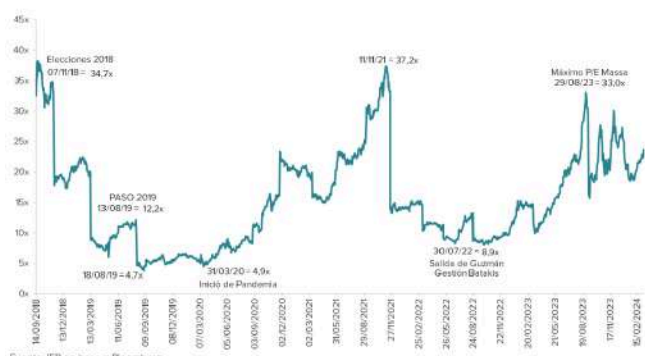
Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

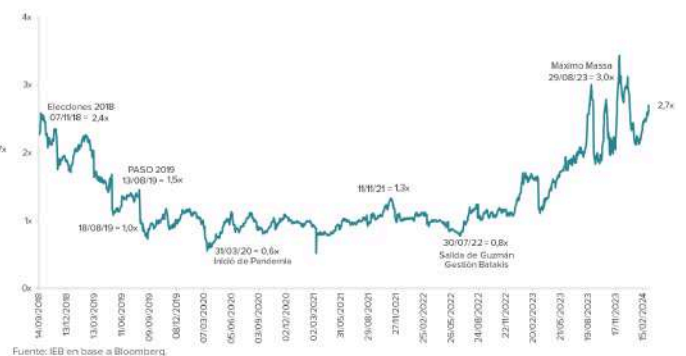
Finalmente, los múltiplos a los que se encuentra cotizando el S&P Merval. Tanto en términos de P/E como de P/BV si bien estos se encuentran lejos de máximos alcanzados en subas anteriores lucen elevados para un contexto en el que las compañías argentinas se encuentran reportando resultados que -en líneas generales son flojos- y, aún más, mirando hacia adelante el primer semestre luce también desafiante.

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.

TEMPORADA DE BALANCES

Como mencionamos anteriormente esta semana es la más fuerte en lo que respecta a la presentación de resultados de las empresas argentinas y que tiene la particularidad que la gran mayoría de las mismas presenta balances anuales.

Vamos a hacer un breve repaso sobre las que ya reportaron con algunas perspectivas de lo que vemos de cara al primer y segundo trimestre.

- **Oil & Gas:** Un sector al que le teníamos mucha fe. La desregulación del precio de los combustibles considerábamos que iba a impactar de forma positiva. En este sentido consideramos que la que mejor resultado tuvo fue [Vista Energy](#) (VIST) con un sólido balance y unas muy buenas perspectivas de crecimiento para el 2024. [YPF](#) (YPFD) también consideramos que reportó un balance positivo, más allá de algunos detalles y que la estrategia de la compañía es la correcta: focalizar en shale, incrementar el Capex, manejar la deuda financiera y concesionar áreas convencionales con costos de extracción elevados. [TGS](#) (TGSU2) tuvo un trimestre y un año mixto: el negocio regulado de transporte de gas natural sufrió del atraso tarifario y la elevada inflación. Su segmento de líquidos se enfrentó a precios internacionales más débiles y, por ende, menores ventas. El dato positivo es el negocio de Midstream: el transporte de gas dentro de Vaca Muerta que TGS lo realiza con un sistema de gasoductos propios. Finalmente el caso de [Pampa Energía](#) (PAMP) más allá de que al reportar en US\$ sus números se vieron impactados por la devaluación en diciembre y, por sobre todo, con un fuerte impacto impositivo que no tiene su correlato en caja. Operativamente la mayoría de sus segmentos de negocio tuvieron caída en volumen y precio.
- **Reguladas:** Son pocas aún las compañías que han reportado de este sector. Entre ellas [Transener](#) (TRAN) que tuvo un trimestre difícil puesto que el retraso tarifario y la alta inflación le jugaron en contra. Para el primer trimestre de este año esperamos mejores noticias por el incremento tarifario otorgado más allá del ruido que hay en este momento con respecto al retraso en el pago de CAMMESA (que explica más del 95% de sus ingresos). Creemos que este será un factor común en varias de las reguladas, tal vez a excepción de Autopistas del Sol (AUSO) y Autopista del Oeste (OEST) que al haber recibido incrementos tarifarios en noviembre deberían reportar resultados interesantes.
- **Bancos:** Sin dudas el sector que mejor ha reportado dentro del S&P Merval. Era algo previsible puesto que la exposición a Títulos Públicos les permitió capturar la devaluación e -incluso- aceleración de la inflación. Del lado negativo veíamos un impacto muy fuerte de la inflación en la posición monetaria. Dentro del sector consideramos que tanto **Banco Macro (BMA)** como **BBVA Argentina (BBAR)** fueron quienes mejores resultados reportaron. **El interrogante hacia adelante en este sector es que dichos resultados fueron una excepción más que una tendencia y para este 2024 el contexto será muy desafiante.**
- **Materiales:** Habiendo reportado [Loma Negra](#) (LOMA) en la que se nota la incipiente caída en los despachos de cemento, todo el sector ha reportado. Los resultados no fueron los mejores tanto para [Ternium Argentina](#) (TXAR) como para [Aluar](#) (ALUA) y Loma Negra (LOMA). El contexto para el primer semestre luce muy desafiante especialmente para aquellas compañías que dependen mayoritariamente del mercado interno: TXAR y LOMA. Aluar al tener un alto porcentaje de sus ventas al exterior podría tener una ventaja sobre ello, habrá que monitorear cómo evoluciona el precio de la energía (su principal insumo) y los precios internacionales del aluminio.

CARTERA DE CEDEARs

Los rendimientos de los bonos del Tesoro a dos años retrocedieron hasta el 4,51% durante la última semana, seguido por la tasa de los bonos a 10 años que experimentó una caída hasta el 4,09% luego de que el presidente de la FED, Jerome Powell, mencionara que las reducciones de tasas “pueden comenzar y comenzarán” este año. A lo que agregó que los responsables de la política monetaria son muy conscientes de los riesgos que conlleva recortar las tasas demasiado tarde.

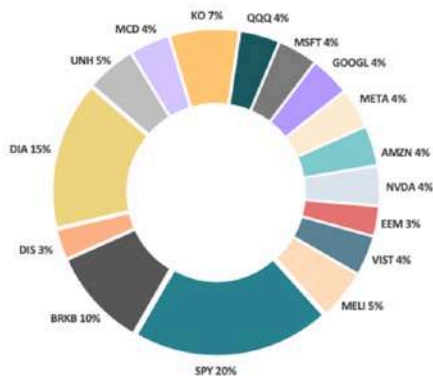
Al mismo tiempo, el revuelo en torno a la inteligencia artificial mantuvo al índice S&P 500 en el terreno positivo durante los primeros días del mes, acompañado por la apuesta de los inversores de que los principales bancos centrales del mundo comenzarían a recortar las tasas de interés en junio.

En el plano local, la cartera de CEDEARs experimentó una baja de 2,87% en pesos dada la caída de 2,83% en el dólar CCL (medido con ADRs) que lo llevó hasta los \$1.027,76. No obstante, la cartera mantiene un rendimiento de 0,5% por encima de nuestro benchmark el SPY (S&P 500) que mostró una baja de 3,35%. Así mismo el DIA (Dow Jones Industrial Average) y el QQQ (Nasdaq 100) retrocedieron 4,66% y 3,08% respectivamente.

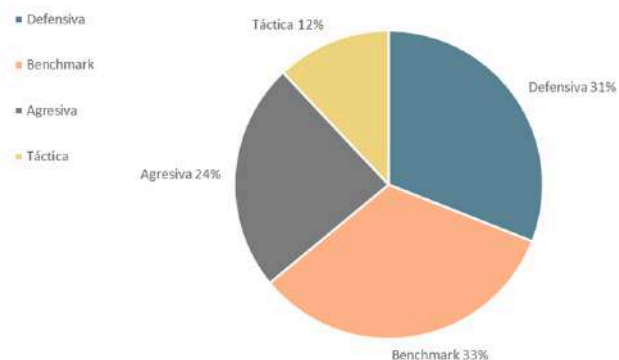
| 2024 | | | | | | | | | | | | | | Rto. Anualizado | Volatilidad (40d) |
|-----------------------|--------|---------|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|---|-----------------|-------------------|
| | Ene | Feb | Mar | Abr | May | Jun | Jul | Ago | Sep | Oct | Nov | Dic | | | |
| Cartera | 35,69% | -7,71% | -2,87% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 87,24% | 11,48% |
| SPY | 31,06% | -10,26% | -3,35% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 55,09% | 10,64% |
| DIA | 29,96% | -12,67% | -4,66% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 33,07% | 8,09% |
| QQQ | 30,96% | -10,30% | -3,08% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 55,86% | 15,39% |
| CCL | 29,98% | -16,47% | -2,83% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 22,17% | - |
| Cartera en USD | 4,39% | 10,49% | -0,04% | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 61,67% | - |

Creemos que tanto el Nasdaq 100 como el S&P 500 mantendrán la suba ante las expectativas de baja de tasas de interés para mediados de año por parte de la Reserva Federal, y el impulso generado por las compañías con negocios ligados a la inteligencia artificial, lo que nos lleva a mantener las posiciones actuales de la cartera.

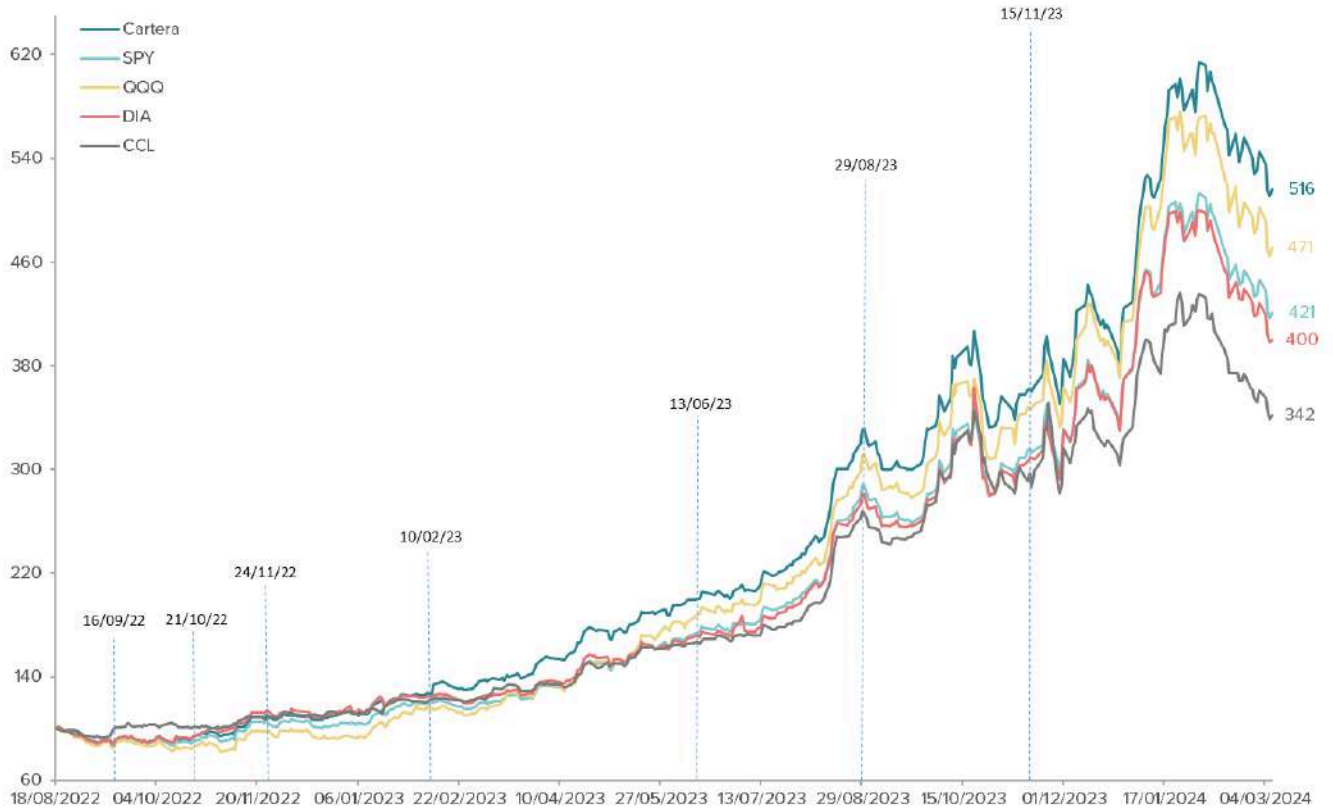
Cartera CEDEARs



Cartera por Estrategia



Performance de la cartera CEDEARs vs Benchmark (SPY, QQQ, DIA y CCL)



Fuente: IEB en base a BymaData y LSEG.

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

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIÉCHOWSKI

Head of Equity Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

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.