

22 de marzo de 2024

Argentina Weekly

100 días de motosierra y licuadora

- Desde la campaña electoral, el presidente se caracterizó por liderar caravanas con una motosierra en mano, convirtiéndose en un emblema de su carrera presidencial. **Con los cierres de los números del Sector Público no Financiero del primer bimestre del año, las dudas con respecto a la capacidad del Ejecutivo para llevar a cabo dicho ajuste quedaron despejadas, quedando en evidencia que la motosierra está funcionando a pleno, con la asistencia fundamental de la licuadora.** En febrero los ingresos cayeron en términos reales 6,25%. No obstante, el ajuste sobre los gastos más que compensó la caída en los ingresos, registrando un recorte del 36,36% y logrando superávit financiero.
- Adentrándonos en la situación monetaria, **la obtención de superávits en los primeros dos meses del año le han permitido al Tesoro funcionar sin la necesidad de asistencia por parte del BCRA.** Pese a que la base monetaria creció nominalmente desde el comienzo del mandato de Milei, el principal factor de explicación de la misma fue la compra de divisas, pero en términos reales protagonizó una caída del 28%.
- **La deuda hard dollar extiende el rally y suma cinco ruedas consecutivas de subas. A pesar del ruido político de la semana pasada con el rechazo del DNU en el senado y rumores de conflictos entre la vicepresidenta y el presidente, los bonos siguieron subiendo impulsados por buenas noticias en varios frentes en el plano local y un contexto internacional constructivo para los créditos emergentes.** Especialmente impulsados por el dato fiscal de febrero que muestra un superávit financiero por segundo mes consecutivo a pesar de la caída en la recaudación. A esto se le suma la recomposición de reservas por parte del BCRA que acumula compras en el MULC por USD 7.861 MM en lo que va del año y USD 10.724 MM desde el inicio de esta gestión.
- **En relación a la deuda en pesos,** luego de que el BCRA anunciara el recorte de tasas de los pases y la quita de la tasa mínima de los plazos fijos, los bonos tuvieron un repricing comprimiendo fuertemente los rendimientos ya que el costo de oportunidad de no estar en bonos del Tesoro aumentó considerablemente luego de que la tasa de plazo fijo pasará de 110% TNA a 70-75% TNA. Por otra parte, **el Mecon llevó a cabo una nueva licitación en la que ofreció tres instrumentos: TZX25, TG25 y una nueva letra a tasa fija capitalizable a enero de 2025 (Lecap).**
- **La semana se caracterizó por un fuerte rally en el mercado de acciones argentino. El índice continuó con una tendencia que había comenzado a exhibir la semana pasada; un desacople del US\$ CCL -al que venía siguiendo en forma casi lineal.** Creemos que mientras la deuda soberana mantenga el buen momentum, fuertes correcciones en el equity son probablemente menos propensas a ocurrir.
- **Nuestra selección de acciones incorpora algunos cambios:** Parece prudente comenzar a tomar algo de ganancia en Vista Energy (VIST). Continuamos viendo valor en acciones de Oil & Gas (YPF, TGS, Pampa), del sector reguladas (TGN, TRAN, CEPU, AUSO, DGCU) y en bancos nos inclinamos por BBAR y BMA.

ECONOMÍA

Desde la campaña electoral del año pasado, el actual presidente se caracterizó por liderar caravanas con una motosierra en mano, despertando la euforia en sus simpatizantes y convirtiéndose en un emblema de su carrera presidencial. A su vez, la herramienta reflejaba lo que el presidente y el ministro de Economía, consideran es el ancla para su programa económico y una de sus promesas que mayor apoyo levantó entre los votantes: el ajuste al sector público con el objetivo final de alcanzar el equilibrio fiscal. Ya con los cierres de los números del Sector Público No Financiero (SPNF) del primer bimestre del año, **las dudas con respecto a la capacidad del Ejecutivo para llevar a cabo dicho ajuste quedaron despejadas por completo, quedando en evidencia también que la motosierra está funcionando a pleno, pero además con la asistencia fundamental de la licuadora.**

Sector Público No Financiero – Base Caja Febrero 2024

	feb-24	v.i.a %	feb-23 ajustado	feb-23
INGRESOS TOTALES	5.535.658	-6,25%	5.904.402	1.570.391
GASTOS PRIMARIOS	4.303.133	-36,36%	6.762.147	1.798.525
Gastos corrientes primarios	4.222.554	-30,76%	6.098.393	1.621.987
Prestaciones sociales	2.665.758	-29,66%	3.789.725	1.007.951
Jubilaciones y pensiones contributivas	1.420.791	-37,97%	2.290.592	609.228
Asignación Universal para Protección Social	159.273	-5,83%	169.138	44.986
Otras Programas Sociales	1.085.694	-18,37%	1.329.995	353.738
Subsidios económicos	402.160	-42,79%	702.996	186.976
Gastos de funcionamiento y otros	917.970	-15,57%	1.087.296	289.188
Salarios	779.833	-10,63%	872.580	232.080
Otros gastos de funcionamiento	138.137	-35,67%	214.717	57.108
Transferencias corrientes a provincias	19.606	-85,48%	135.039	35.916
Transferencias a universidades	159.277	-25,45%	213.644	56.823
Otros Gastos Corrientes	57.783	-65,95%	169.692	45.133
Gastos de capital	80.579	-87,86%	663.755	176.539
RESULTADO PRIMARIO	1.232.525		-857.745	-228.134
Intereses Netos	894.412	-7,60%	967.994	257.457
RESULTADO FINANCIERO	338.112		-1.825.739	-485.591

Fuente: IEB en base a Mecon

Puede apreciarse que, a diferencia de enero, en febrero los ingresos no acompañaron al SPNF en los números fiscales al caer 6,25% en términos reales con respecto al mismo mes del año anterior, principalmente explicado por la caída en el nivel de actividad, la cual repercute directamente sobre los impuestos ligados a la misma. No obstante, **el ajuste sobre los gastos más que compensó dicha caída en los ingresos, dándose una caída del 36,36% sobre los gastos primarios.**

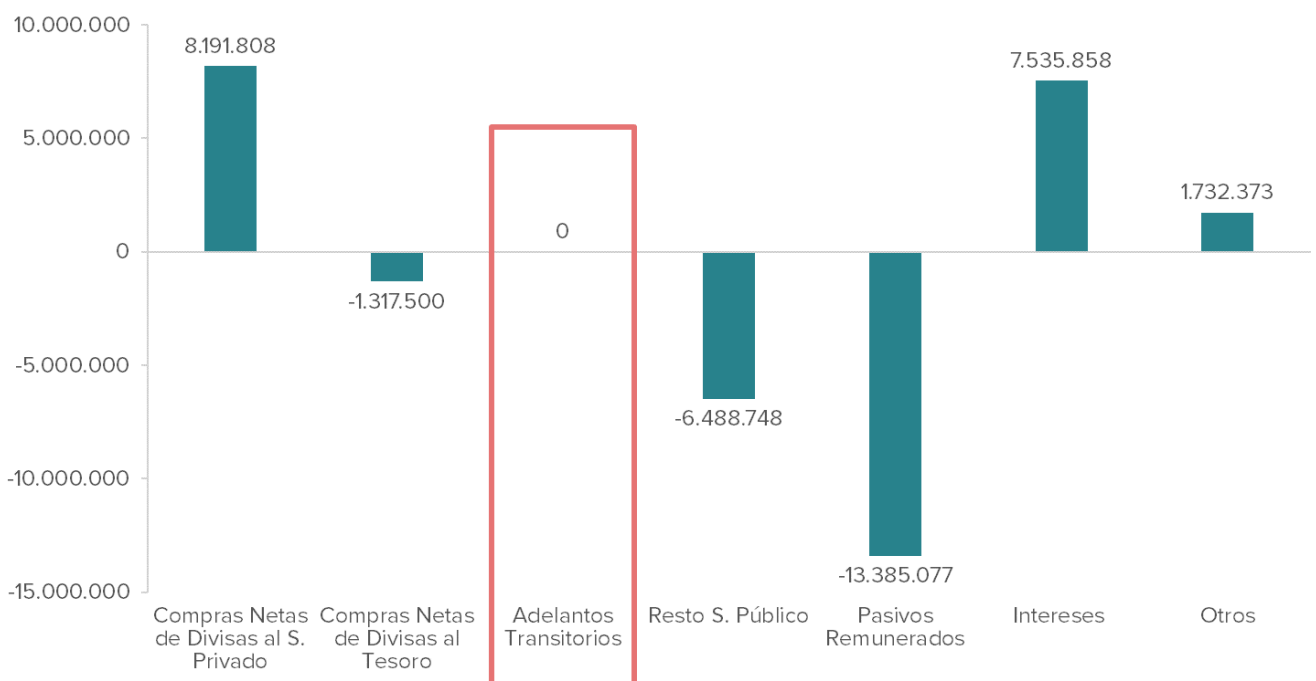
En detalle, la mayor contribución al ajuste en los gastos, en términos absolutos, llegó a través de las jubilaciones y pensiones contributivas, las cuales cayeron en términos relativos interanual un 37,97%, explicado principalmente por la licuación de las mismas dado que la fórmula de movilidad actual aplica actualizaciones con inflación rezagada. Continúa vigente entonces la pregunta de qué tan sostenible es el camino con el que se alcanzaron los últimos superávits, afectando el poder adquisitivo de las prestaciones sociales. De todas formas, vale la pena aclarar que el gasto social representa más de la mitad del gasto primario, con lo cual un ajuste sería prácticamente imposible sin afectar dicho rubro, y que al momento de publicarse el cierre del SPNF de marzo, debería observarse una moderación en la caída del rubro analizado, debido a la actualización trimestral.

El mayor ajuste en términos relativos se dio sobre un ítem también importante a lo largo de la campaña: la obra pública. Luego de la desaparición del Ministerio de Infraestructura y la asignación de la Secretaría de Obras Públicas al Ministerio de Economía, los gastos de capital disminuyeron en forma nominal, registrando una caída real interanual de 87,86%. **El discurso desde que comenzó el mandato de Javier Milei se ha centrado en la idea de que “no hay plata”, y se extiende para las obras llevadas a cabo desde el gobierno nacional.**

El segundo rubro en el ranking de caídas reales en términos interanuales lo protagoniza las transferencias corrientes a provincias, cayendo 85,48%, lo que explica la ríspida relación entre el Ejecutivo nacional y los gobernadores, con las idas y vueltas por la Ley Bases, el DNU y el Pacto de Mayo.

Los subsidios económicos no se salvaron de la acción de la motosierra, cayendo 42,79% interanual en términos reales, cumpliendo así con algo que podría considerarse una promesa de campaña. La idea del gobierno, según Milei en campaña, nunca fue la eliminación por completo de los subsidios a servicios públicos, sino más bien la reducción de los mismos para alivianar el peso fiscal de dichas subvenciones intentando también minimizar el impacto sobre los usuarios más comprometidos, y que las tarifas reflejen un valor más cercano al costo que implica la operación de los servicios. No obstante, como ya hemos analizado en el reporte anterior, estos recortes están provocando un problema en el sistema eléctrico a través de CAMMESA.

Factores de Explicación de la Base Monetaria (\$ MM)



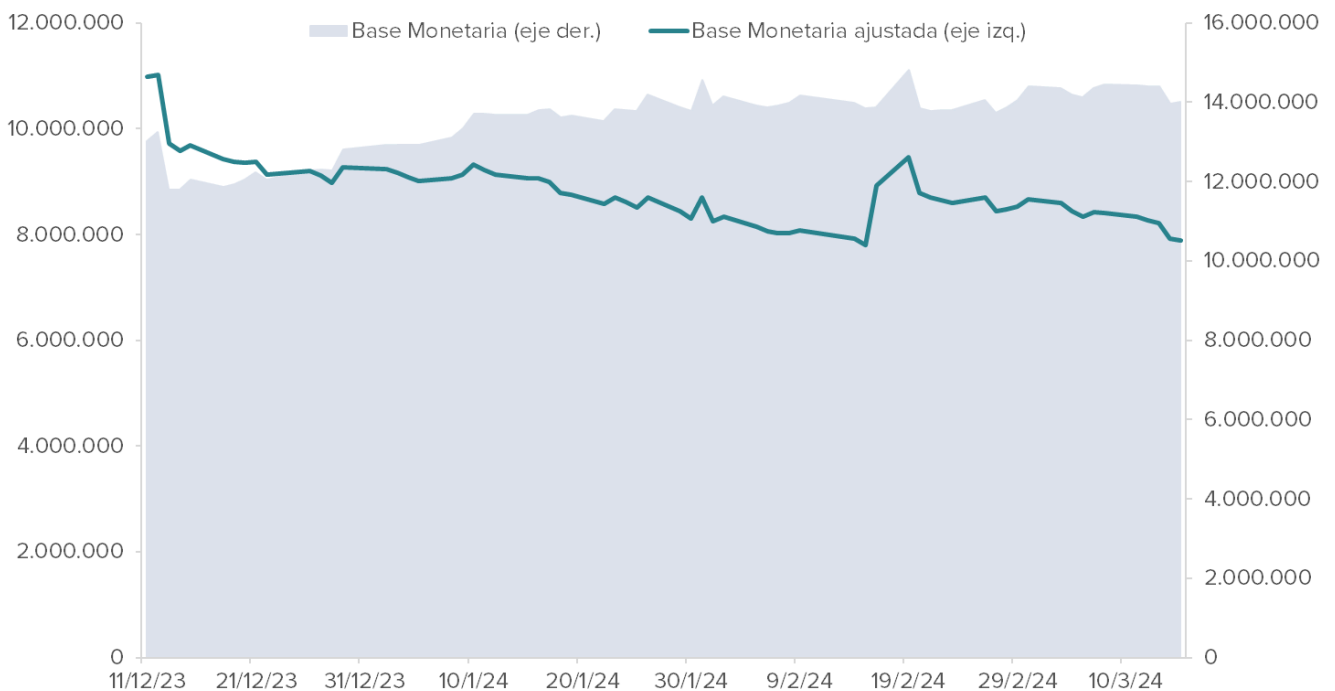
Fuente: IEB en base a BCRA

Continuando con la temática de números fiscales positivos, aunque adentrándonos en la situación monetaria actual, **la obtención de superávits tan holgados en los primeros dos meses del año le ha permitido al Tesoro funcionar sin la necesidad de asistencia por parte del BCRA: los adelantos transitorios desde comenzado el mandato de Javier Milei han sido nulos**, contrastando con la administración anterior que supo requerir en numerosas ocasiones de salvavidas desde el BCRA.

A su vez, resulta importante destacar que **la principal fuente de expansión de la base monetaria está explicada por la compra de divisas al sector privado, es decir, se emitieron pesos para acumular divisas destinadas a las reservas del BCRA**. De esta forma, se trata de una expansión monetaria derivada de una demanda genuina de pesos y que no deteriora la situación patrimonial del BCRA.

Cabe destacar que, pese a que la base monetaria creció nominalmente desde comenzado el mandato de Milei, la acción de la licuadora fue fundamental para su contracción en términos reales. **Desde el 10 de diciembre, con la inflación acumulando más de 70% en tres meses, la base creció tan sólo 8%, lo cual en términos reales implica una caída del 28%.**

Base Monetaria nominal y ajustada por inflación



Fuente: IEB en base a BCRA e Indec

Al mismo tiempo, los pasivos remunerados fueron contenidos en términos reales al generar intereses a una tasa sustancialmente menor al nivel inflacionario, desacelerando notablemente su crecimiento. Desde el inicio del mandato de Milei, los pasivos remunerados del BCRA han acumulado una caída del 8%.

La contracara de estos éxitos en el ámbito fiscal y monetario, resultado de la acción de la motosierra y la licuadora a máxima potencia, es el deterioro resultante en el nivel de actividad, tal como hemos mencionado en reportes previos. No obstante, esta estrategia encuadra en las clásicas recetas económicas ortodoxas para el

reacomodamiento de precios relativos - fuertemente distorsionados luego de años de controles de precios sostenidos - y la acumulación de reservas, las cuales luego de un 2023 para el olvido se encontraban en una situación crítica.

Aunque ha sido una primera etapa complicada para el gobierno, con los sindicatos retomando las movilizaciones luego de cuatro años de inactividad y el enfriamiento de la economía como instrumento fundamental para el control de la inflación, el gobierno parece estar convencido de que el camino actual es el correcto para estabilizar la desordenada macroeconomía local. Además, según **sondeos de opinión publicados recientemente muestran una imagen del presidente que entre el segmento positivo, y el regular positivo, supera el 50%.**

Como resumen de los primeros 100 días puede decirse que se cumplieron promesas de campaña, aunque quedan muchos desafíos hacia adelante: cómo continúa la relación con el Congreso y el tratamiento de la nueva versión de la “Ley de Bases y Puntos de Partida para la Libertad de los Argentinos”, hacia dónde va la política cambiaria ¿Dolarización, Competencia de Monedas, otra alternativa?, con la consecuente presentación del sendero comprometido ante el FMI. A su vez, en el debate de si la economía transita una “V”, queda claro que la misma ya se ha introducido en el tramo de la caída, las dudas se plantean en cuanto a cuándo se alcanza el piso y cuáles serán los factores que impulsaran su recuperación. **En el mientras tanto, es fundamental que el humor social siga acompañando en forma mayoritaria al proceso de transición.**

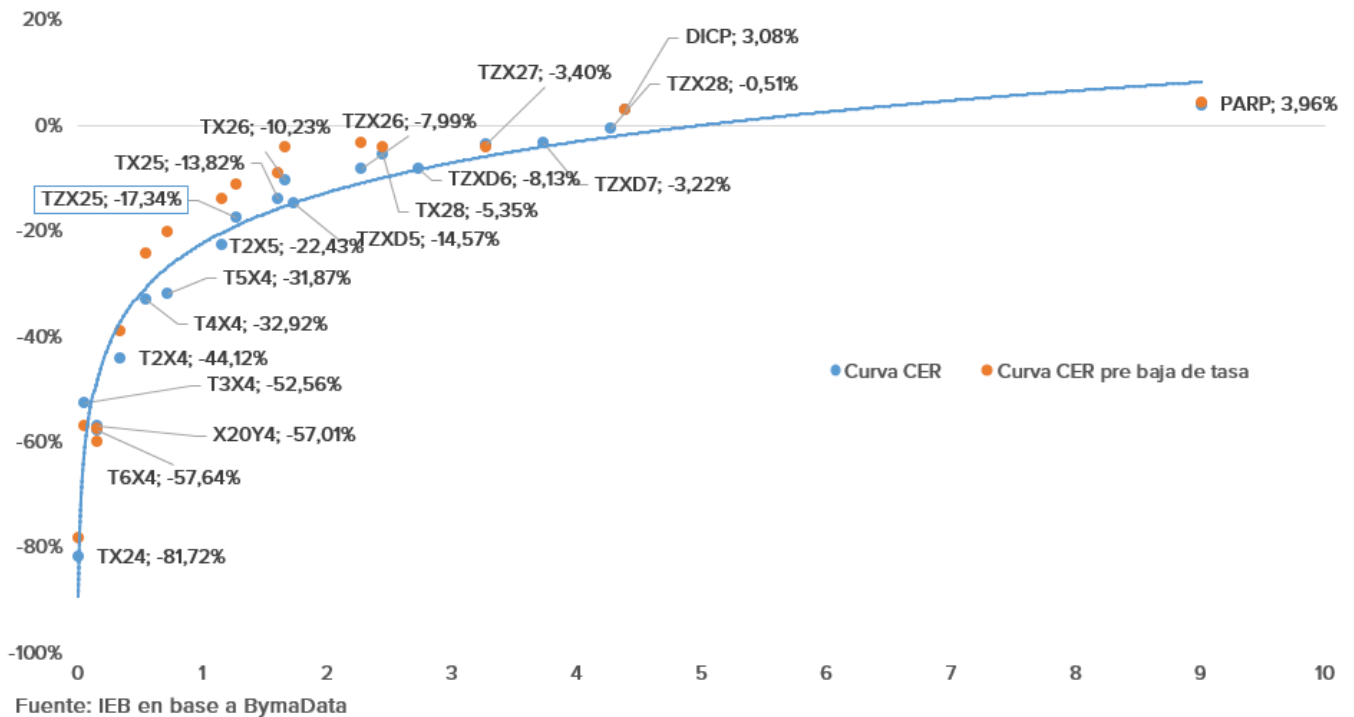
DEUDA EN PESOS

En relación a la deuda pesos, luego de que el BCRA anunciara el recorte de tasas de los pases y la quita de la tasa mínima de los plazos fijos, los bonos tuvieron un repricing comprimiendo fuertemente los rendimientos ya que el costo de oportunidad de no estar en bonos del Tesoro aumentó considerablemente luego de que la tasa de plazo fijo pasará de 110% TNA a 70-75% TNA. La curva CER lideró las subas con una variación promedio de 9,6% durante la última semana, incluso el tramo medio y largo a pesar del canje. Los bonos duales y dólar linked subieron en menor medida, pero avanzaron 5,3% y 2,5% respectivamente, frente a una expectativa de mayor brecha cambiaria.

El martes al cierre del mercado el Mecon anunció que estaría llevando a cabo una nueva licitación en la que ofrece tres instrumentos: TZX25, TG25 y una nueva letra a tasa fija capitalizable a enero de 2025 (Lecap). Los vencimientos que enfrenta ascienden a \$540.000 MM correspondientes al TX24. Se especulaba con la posibilidad de que no licitará y pagará la amortización ya que con los superávits financieros de enero y febrero el Tesoro tiene depósitos en el BCRA por un total de \$840.000 MM. La reacción del mercado a la oferta de títulos CER fue moderada el miércoles operando mixtos, con subas moderadas en el tramo largo y corrección en la corta.

Finalmente ofrecerá una bono a tasa fija (Lecap) en un contexto favorable luego de la baja de tasa de los pases y los plazos fijos. Por otra parte, dado que los privados que no entraron al canje fue por un descalce de plazos y liquidez en el caso de los bancos, mientras que los fondos T+1 porque por mandato tienen que estar en títulos cortos, creemos que tendrá una buena aceptación. Además si consideramos que nos encaminamos hacia un sendero de desinflación un instrumento a tasa fija puede resultar interesante.

Desplazamiento Curva CER



La Lecap licitará tasa efectiva mensual con base 30/360. Utilizando los bonos CER con vencimientos similares (T5X4 y T2X5) para estimar la tasa efectiva mensual que están brindando utilizando para eso las estimaciones del REM se observa que los mismos arrojan TEMs levemente superiores a 7%. Mientras que los pases y plazos fijos ofrecen tasas de 6,7% y 6,25% TEM. No está claro que el mercado exija un premio por encima de estas tasas a pesar de que se trata de un instrumento con vencimiento a 10 meses, ya que si se prevé un sendero de desaceleración de la inflación se podría esperar otra baja de tasas. Por otro lado el bonte TG25 computa para encaje de los bancos.

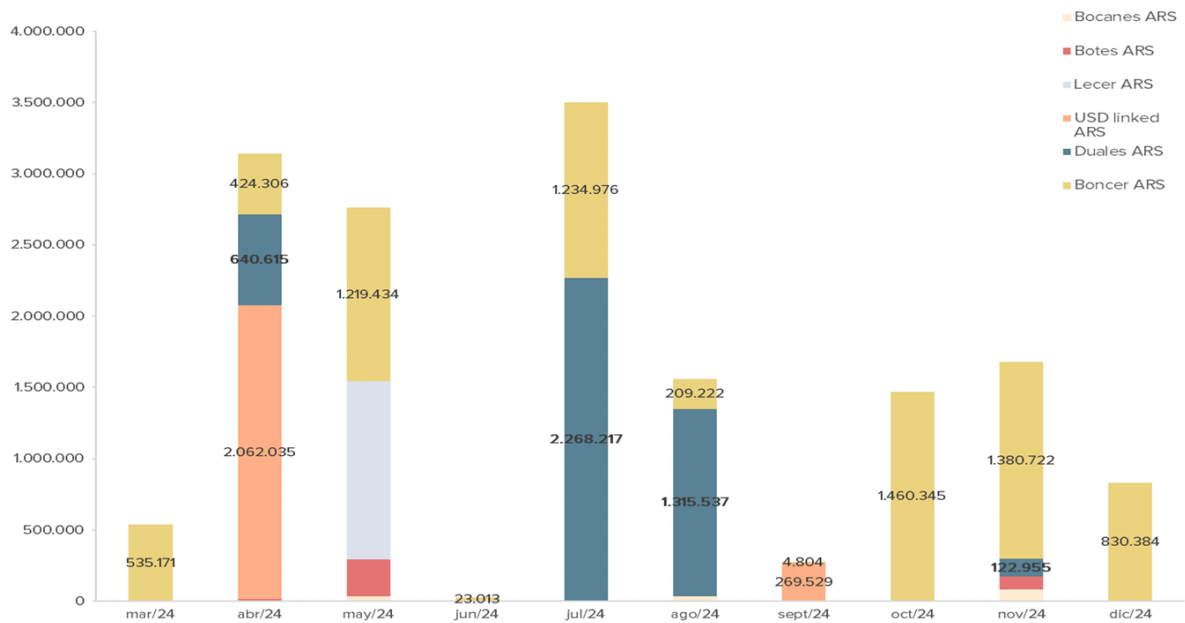
El Mecon comunicó cómo será la fórmula aplicable para calcular el pago al vencimiento de la Lecap. La fórmula es la siguiente:

$$VPV = VNO \cdot (1 + TEM)^t$$

Donde VPV es el Valor de Pago al Vencimiento, VNO es el Valor Nominal Original y TEM la tasa efectiva mensual.

Por otra parte, creemos que puede resultar interesante licitar el TZX25 que actualmente opera con una TIR de CER-17%, puesto que si el BCRA pone a asegurar el bid 200 bps por arriba de la tasa de corte, con un CER corriendo por una semana más al 20% y luego al 13% el devengamiento puede resultar interesante en el corto plazo.

Perfil de Vencimientos de Deuda del Tesoro Nacional (\$ MM)



Fuente: IEB en base a Mecon.

A continuación simulamos retornos para los bonos en pesos. Para eso asumimos los siguientes niveles de inflación: 13% para marzo, 10% abril y 9% mayo. Mientras que el tipo de cambio se proyectó con un crawling de 5% a partir de mayo. Los retornos proyectados de los bonos CER medios como el TX26 y TZX26 siguen siendo atractivos, especialmente en este contexto de baja de tasas. Incluso “castigando” las tasas de salida en 10% siguen ofreciendo retornos similares o superiores al plazo fijo por lo que los seguimos prefiriendo dentro de la curva de pesos. En relación a los bonos duales y DL, de no producirse un salto del tipo de cambio los retornos quedan por debajo del rendimiento de un plazo fijo.

Con una oferta sostenida de los exportadores en el CCL que tienen la obligación de liquidar 20% por el dólar financiero y una demanda contenida por las regulaciones y la absorción de pesos, los dólares financieros podrían mantenerse relativamente estables en el corto plazo. Para hacer tasas en pesos nos inclinamos por TZX26 y TX26 como también el Fondo IEB Multiestrategia (CER) que invierte en una cartera diversificada de renta fija ajustable por CER /UVA y que actualmente tiene un duration en meses de 5,93.

Escenario a Junio							
Mes	Devaluación	Devaluación acumulada	TC Oficial	Inflación	Brecha	CCL	
ene-24	2,0%	3,0%	\$ 825	20,6%	40% \$		1.155
feb-24	2,0%	5,1%	\$ 842	13,2%	30% \$		1.095
mar-24	2,0%	7,2%	\$ 859	13,0%	30% \$		1.117
abr-24	2,0%	9,3%	\$ 876	10,0%	30% \$		1.139
may-24	5,0%	14,8%	\$ 920	9,0%	30% \$		1.196
jun-24	5,0%	20,5%	\$ 966	9,0%	30,0% \$		1.256

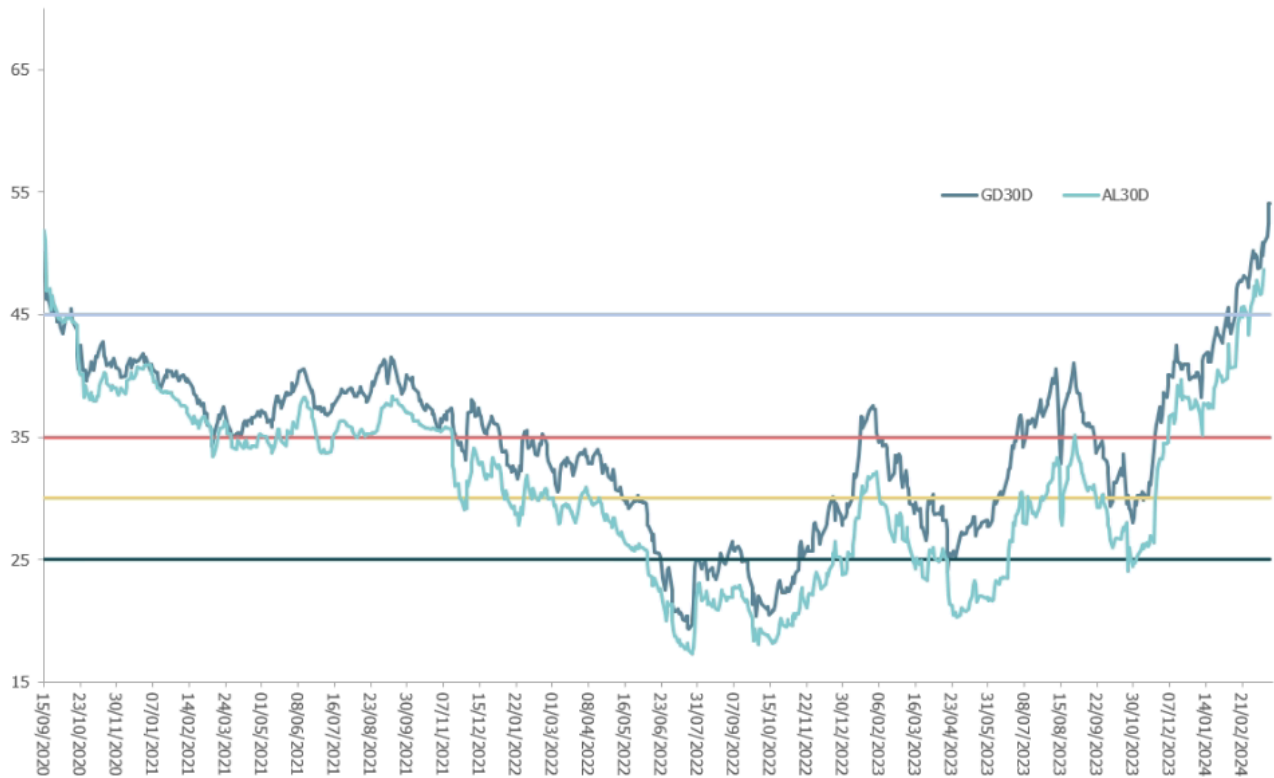
Vencimiento	Exit yields		TEAs	TEM
30/4/2024	al vto	TDA24 (DL)	57,81%	3,88%
30/6/2024	al vto	TDJ24 (DL)	-3,61%	-0,31%
30/6/2024	al vto	TDJ24(CER)	119,65%	6,78%
30/4/2024	al vto	TV24	61,89%	4,10%
9/11/2026	-11%	TX26	269,65%	11,51%
9/11/2026	-5%	TX26	165,81%	8,49%
9/11/2026	0%	TX26	106,27%	6,22%
30/6/2025	-17%	TZX25	233,34%	10,55%
30/6/2025	-7%	TZX25	119,14%	6,76%
30/6/2026	-9%	TZX26	306,92%	12,41%
30/6/2026	-3%	TZX26	153,76%	8,07%
30/6/2026	2%	TZX26	75,16%	4,78%
30/6/2027	-5%	TZX27	374,01%	13,85%
30/6/2027	1%	TZX27	140,60%	7,59%
20/5/2024	-36%	T2X4	118,47%	6,73%
14/10/2024	-36%	T4X4	169,88%	8,63%
14/10/2024	-26%	T4X4	131,68%	7,25%
14/10/2024	-15%	T4X4	112,71%	6,49%
13/12/2024	-35%	T5X4	182,09%	9,03%
13/12/2024	-5%	T5X4	49,02%	3,38%
20/5/2024	al vto	T6X4	105,23%	6,17%
14/4/2024	al vto	T3X4	108,63%	6,32%
25/3/2024	al vto	TX24	93,43%	5,65%
20/5/2024	al vto	X20Y4	108,26%	6,30%
31/3/2025	3%	TV25	233,3%	10,55%
31/3/2025	-3%	TV25	55,5%	3,75%
30/9/2024	-23%	T2V4	72,90%	4,67%

DEUDA EN DÓLARES

La deuda soberana en dólares extiende el rally y suma cinco ruedas consecutivas de subas. A pesar del ruido político de la semana pasada con el rechazo del DNU en el senado y rumores de conflictos entre la vicepresidenta y el presidente, los bonos siguieron subiendo impulsados por buenas noticias en varios frentes en el plano local y un contexto internacional constructivo para los créditos emergentes. Especialmente el dato fiscal de febrero que muestra un superávit financiero por segundo mes consecutivo a pesar de la caída en la recaudación. Anteriormente, en la semana el Ministro de Economía había declarado que el FMI estaría dispuesto a firmar un nuevo programa con fondos frescos lo que también fue recibido muy bien por el mercado. A esto se le suma el BCRA recomponiendo reservas de manera sostenida que acumula compras en el MULC por USD 7.861 MM en lo que va del año y USD 10.724 MM desde el inicio de esta gestión.

La tendencia alcista se vio favorecida por un clima internacional constructivo. La deuda emergente reaccionó de forma favorable al anuncio de la Reserva Federal. Si bien mantuvo la tasa en el rango 5,25-5,50% el mercado probablemente temía que anunciara menos recortes de tasas para este año de las que proyectaba anteriormente, sin embargo esto no varió. Las tasas del Tesoro americano a 2 y 10 años caen 9 bps y 3 bps respectivamente. En este contexto, la deuda emergente acumula cuatro ruedas consecutivas de subas medido a través del EMB ETF que acumula una suba de 1,4%.

GD30D y AL30D Precio clean

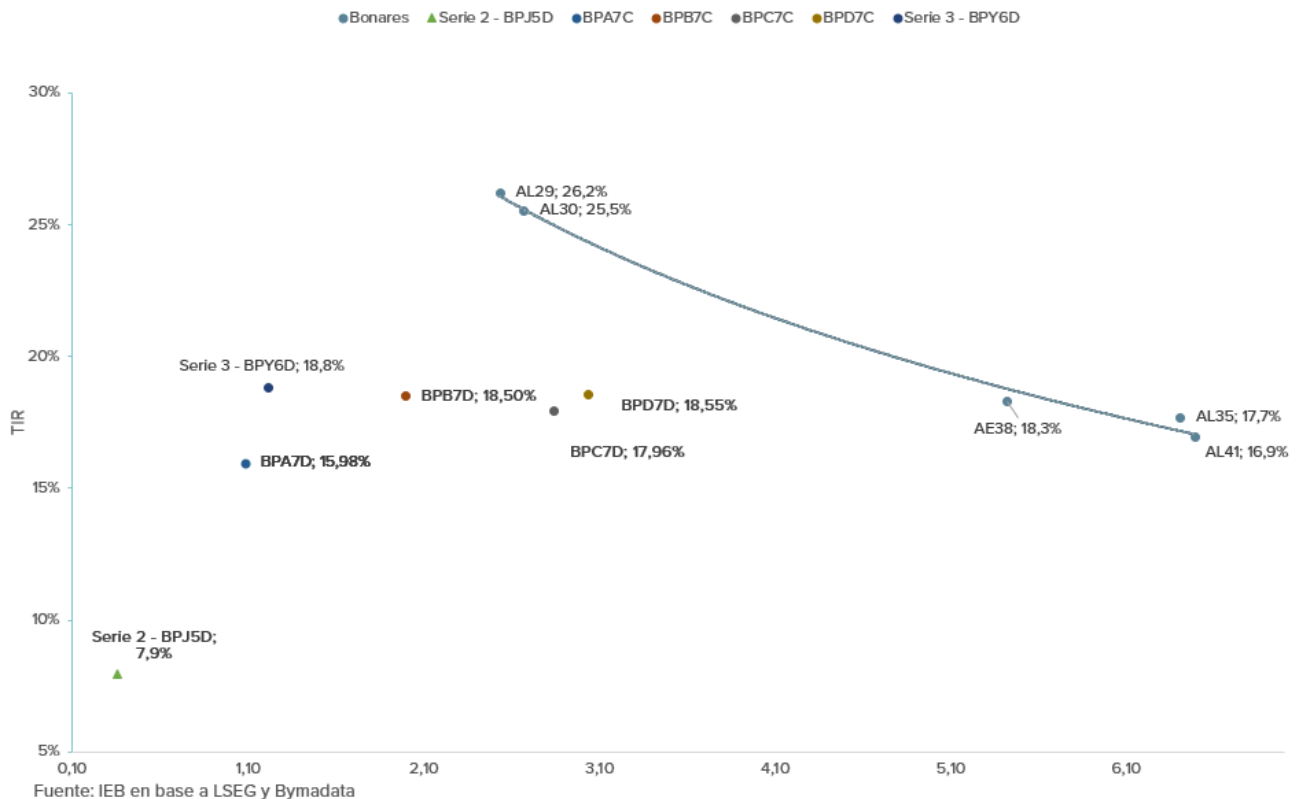


Fuente: IEB en base a LSEG.

En relación a la licitación del Bopreal Serie 3 (BPY6C) los resultados siguen siendo magros con el central adjudicando apenas USD 100 MM la semana pasada. El BPY6C opera en el mercado secundario a USD 72,1 por lo que el FX implícito al que está licitando un importador que suscribe contra pesos se encuentra en niveles de \$1.400, muy por arriba del CCL de mercado, actualmente en \$1.090. Esta es una de las principales razones que explican el resultado de esta última serie, ya que el importador está convalidando un tipo de cambio casi 30% arriba del de mercado. El monto que resta colocar para completar el monto máximo de USD 3.000 MM es de USD 2.108 MM.

Las series BPB7D, BPC7D y BPD7D subieron entre 3% y 4,5% en lo que va de la semana comprimiendo las TIRs a niveles de 18% valuado por el "put AFIP", ya que es posible utilizarlo para el pago de impuestos al valor máximo entre el tipo de cambio oficial y el MEP de ese momento. Mientras que el BPJ5D luego de subir 5% la última semana, esta se mantuvo casi sin variaciones operando en torno a USD 94 con una TIR de 7,9%.

BOPREAL Strips, Serie 2 y 3 vs Soberanos



A pesar de que la deuda hard dólar se encuentra en niveles récords desde la reestructuración creemos que todavía tiene espacio para seguir subiendo si la actual administración continúa mostrando resultados, a pesar de los desafíos que tiene por delante tanto desde el punto de vista social como de gobernabilidad. Todavía queda mucho por hacer en materia de desregulación de la economía y estabilización de la macro, como también existen desafíos por delante en relación a la gobernabilidad y la reacción social. **El upside que tiene la curva hard dólar para converger a paridades de países con calificación B- es entre 30% y 50%.**

Por otro lado, creemos que el downside es acotado y que la relación riesgo retorno se sigue volcando a favor de este último. Si bien la elección de los bonos cortos ya no es tan clara luego de la fuerte suba que tuvieron en los últimos meses, seguimos prefiriéndolos dado que frente a un escenario en que los bonos se mantienen performing hasta el pago de amortización y cupón en julio de 2025 permiten recuperar casi el 25% del precio actual. Con los dólares que compró el central desde el recambios de gobierno ya podría hacer frente a los próximos dos vencimientos de los bonos soberanos hard dolar.

TIR Creditos CCC+ Bolivia 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	60,20	11,5%	66,83	23,8%	75,60	40,0%
GD29	60,62	8,1%	67,15	19,7%	75,83	35,2%
AL30	57,52	10,5%	64,27	23,4%	73,44	35,2%
GD30	57,98	6,6%	64,64	18,8%	73,70	35,5%
AL35	40,29	-9,4%	50,50	13,6%	67,23	51,3%
GD35	40,33	-9,7%	50,53	13,2%	67,25	50,6%
AE38	45,84	-6,0%	55,74	14,2%	71,68	46,9%
GD38	46,00	-7,3%	55,87	12,6%	71,76	44,7%
AL41	37,42	-7,3%	46,63	12,6%	62,54	43,8%
GD41	37,28	-12,9%	46,53	8,7%	62,46	45,9%
GD46	41,37	-14,7%	49,88	2,8%	65,02	34,1%

Fuente: IEB en base a BymaData

Por el lado de los riesgos, seguimos pensando que en el segundo trimestre los desafíos estarán centrados en la gobernabilidad y la reacción social. Por el momento el Gobierno parece mantener su capital político dado que la gente sigue manteniendo su apoyo a la actual administración. Por otra parte existen dudas sobre la sostenibilidad de los resultados fiscales dado que se logra a base de pisar gastos (CAMESA por ejemplo), licuación de jubilaciones e impuesto PAIS. Creemos que el gobierno tiene la firme voluntad de corregir los desequilibrios tanto fiscales como monetarios, por lo que a medida que se sigan viendo resultados la deuda todavía tiene espacio para comprimir tasas.

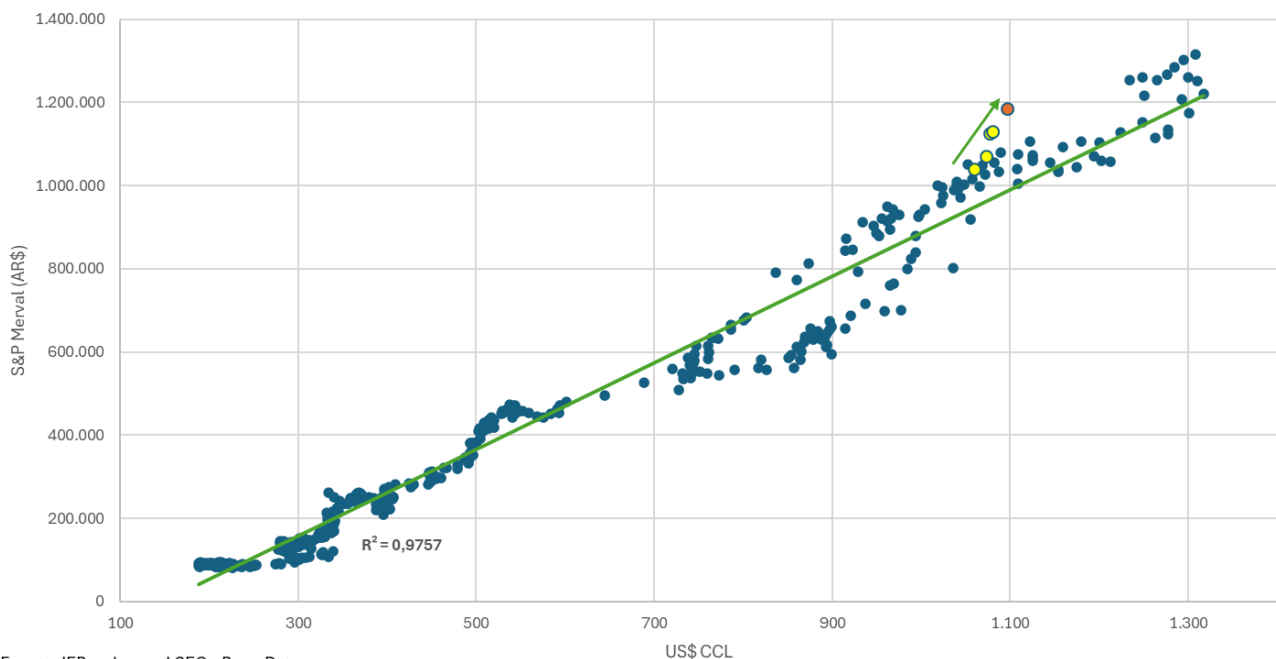
EQUITY ARGENTINO

La semana se caracterizó por un fuerte rally en el mercado de acciones argentino. El índice continuó con una tendencia que había comenzado a exhibir la semana pasada; un desacople del US\$ CCL -al que venía siguiendo en forma casi lineal. Esto se ha traducido en una fuerte suba del mercado en US\$.

Este efecto puede interpretarse de dos maneras diferentes: o bien como un desarbitraje; en cuyo caso podría esperarse una corrección (alza del US\$ CCL, baja del S&P Merval en AR\$ o una combinación de ambos). O, por otra parte, tal vez un cambio de tendencia en el cual los activos de renta variable argentinos mantengan una fuerte revalorización al US\$ CCL.

Parece aún muy pronto para afirmar lo último pero notamos ciertos indicios de que esto pueda ser así. Las posibilidades de un fuerte incremento en el US\$ CCL son relativamente bajas. Con un flujo de US\$ CCL por parte de exportadores bastante estable, una economía con demanda limitada por la caída en la actividad (que reduce necesidad de importaciones y posibilidad de compra para ahorro de la divisa). Así mismo, ya adentrándonos en la cosecha gruesa es muy probable que el flujo de liquidación por parte de exportadores se incremente.

Correlación US\$ CCL vs S&P Merval (AR\$)

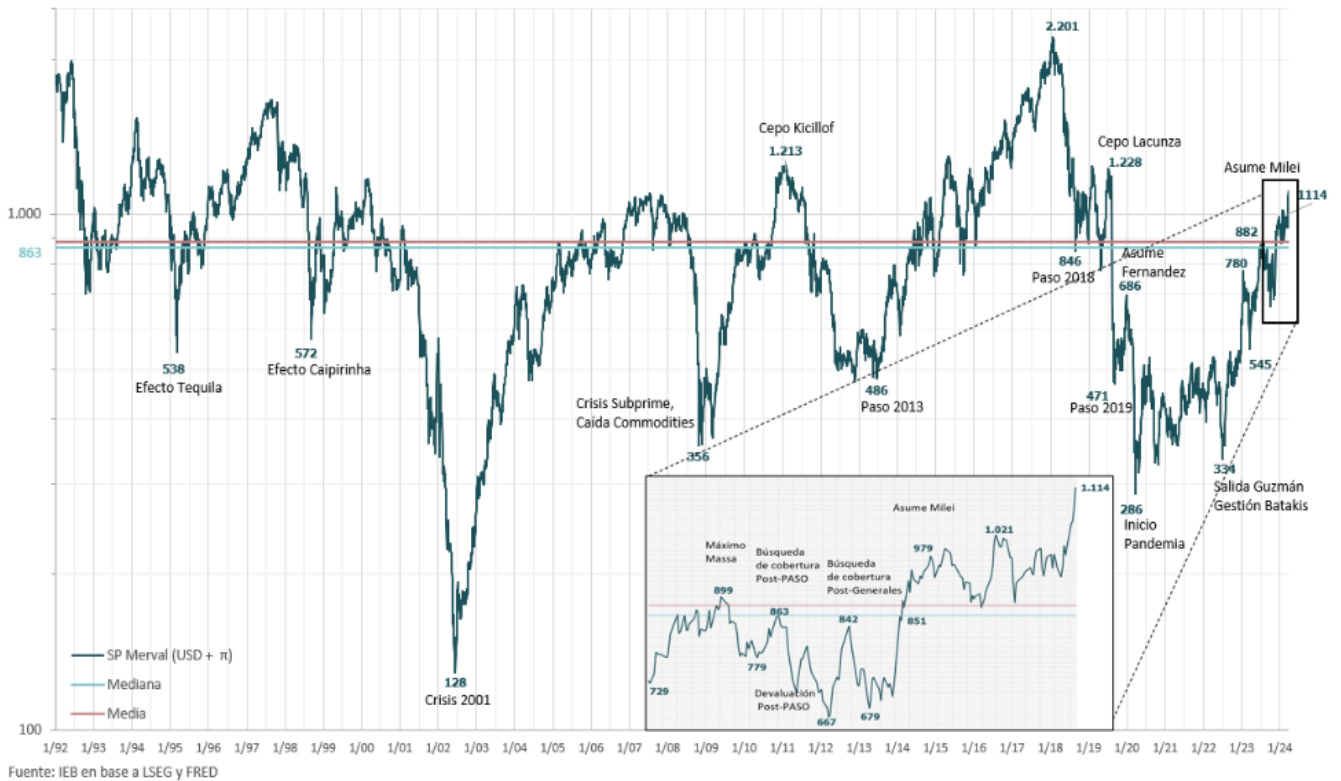


Fuente: IEB en base a LSEG y ByrnaData

Lo ocurrido durante la semana, también escapó a nuestra hipótesis de un mercado lateralizando. Si bien esa lógica fue la que se observó luego del fuerte rally post segunda vuelta, hoy habiendo superado holgadamente los US\$1.000, el S&P Merval vuelve a mostrar una clara tendencia alcista (tal como se observa en la figura inferior).

Es interesante resaltar que esta suba se dió en un contexto político en el cual el gobierno, a pesar del rechazo del DNU por parte del Senado y el largo camino a recorrer para llegar al “Pacto de Mayo”, ha transmitido a los mercados la convicción de continuar con el rumbo planteado.

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



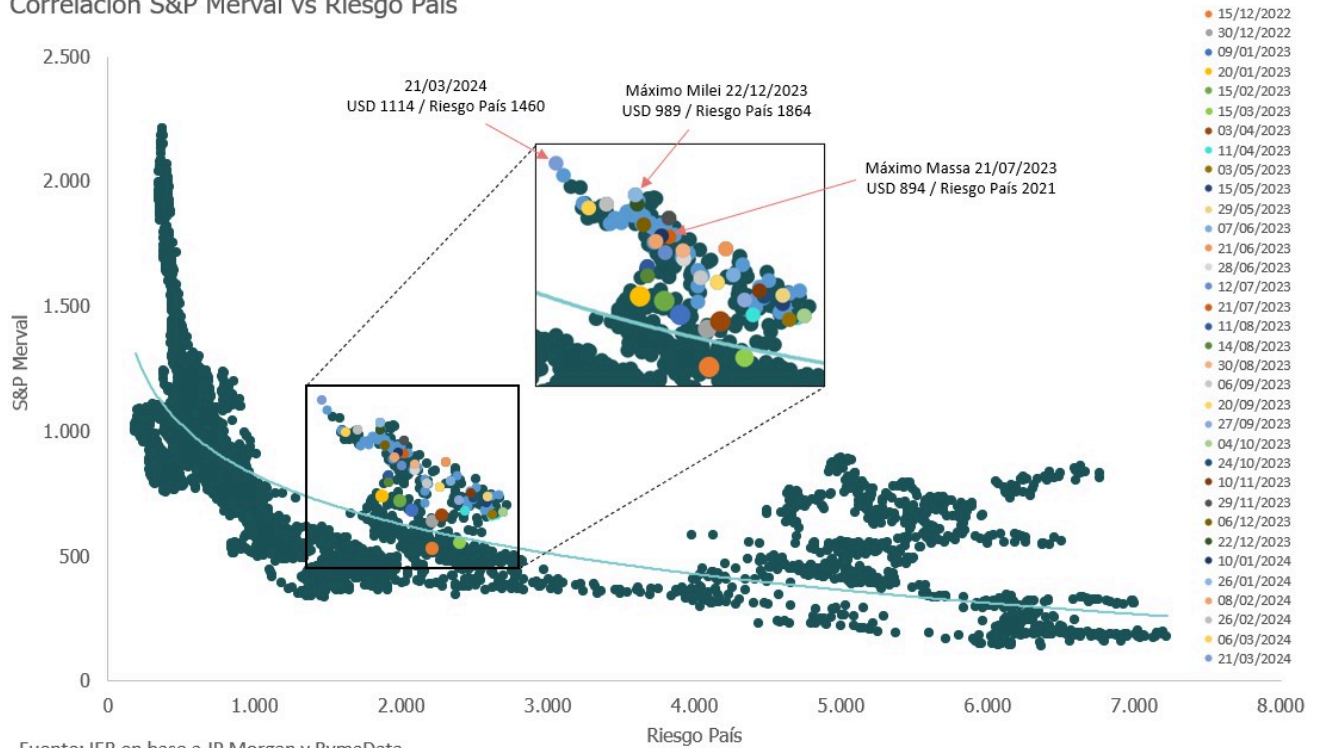
La lectura que ha hecho el mercado no solo se observa en el mercado de renta variable, también la renta fija soberana ha tenido una performance notable. Es este último punto, creemos, lo que le ha dado sustento a las actuales valuaciones. Venimos resaltando desde hace varios meses el significativo desarbitraje que se observaba entre el S&P Merval (medido en US\$ CCL) y los niveles de riesgo país asociados.

La suba de la deuda soberana, con la consecuente caída en el riesgo país, no ha corregido significativamente este desarbitraje, pero sí le ha dado margen al mercado de equity para convalidar valuaciones más elevadas.

El nivel de sobrevaluación que venía ubicándose en la banda +45% / +60%, terminó nuevamente en 62%. Bajo esta lectura resulta más complejo convalidar la valuación actual del S&P Merval ya que el nivel de desvío es significativo.

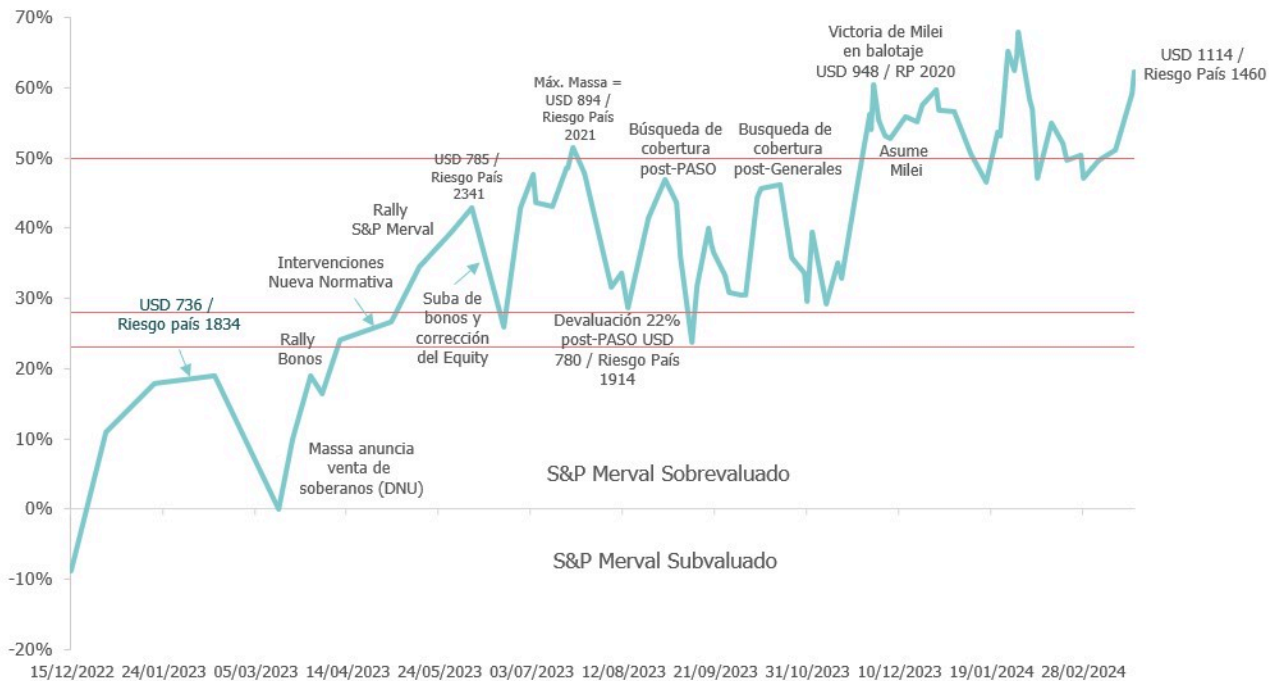
Creemos que mientras la deuda soberana mantenga el buen momentum, fuertes correcciones en el equity son probablemente menos propensas a ocurrir. Es decir, el buen humor de los inversores, resulta clave: Si por algún evento cambia el sentimiento positivo, con su consecuente impacto negativo en la renta fija soberana, correcciones en el equity deberían venir de la mano. **Un sell-off debería venir acompañado de un cambio en el humor de los inversores que impacte también en la renta fija soberana.**

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData.

Desvío S&P Merval contra Correlación



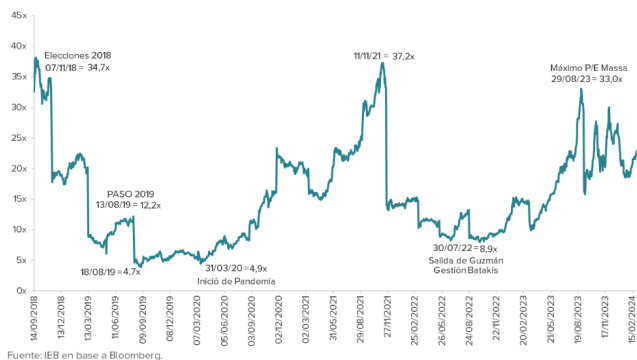
Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Finalmente, en términos de P/E como de P/BV el S&P Merval, lucen a valores más acordes al contexto, no indican un mercado extremadamente caro, pero tampoco uno extremadamente subvaluado. No obstante, es

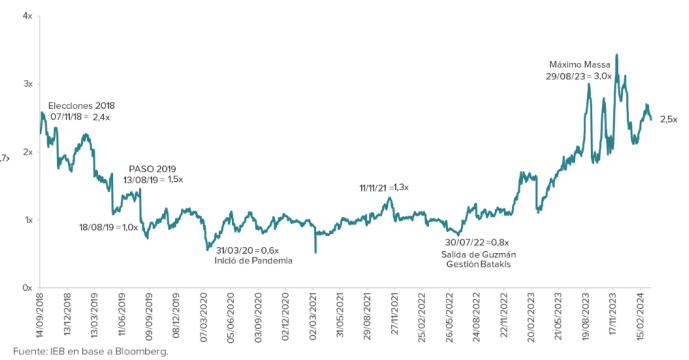
muy importante cambiar la perspectiva de una mirada “hacia atrás” (trailing) y poner en perspectiva cómo pueden evolucionar las ventas, ganancias y márgenes de las compañías argentinas en los próximos dos años.

En un escenario de éxito del programa de estabilización, que culmine con la salida del cepo cambiario y con las condiciones dadas para un crecimiento sostenido de la economía, la valuación cambia sensiblemente y el mercado luce mucho más interesante.

S&P Merval Price Earnings Ratio (Trailing)



S&P Merval Price to Book Ratio (Trailing)



ACCIONES RECOMENDADAS

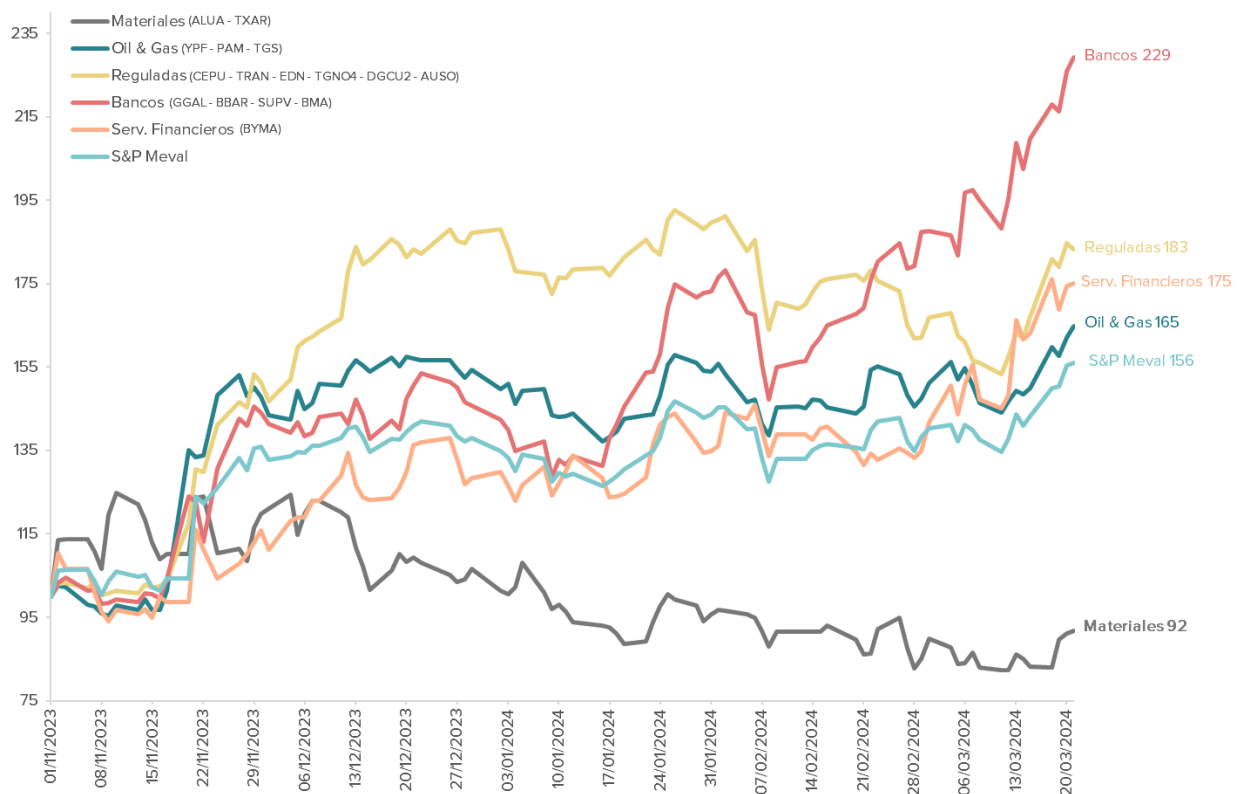
Nuestra selección de acciones incorpora algunos cambios:

- Oil & Gas:** En máximos históricos, las acciones de **Vista Energy (VIST)**, nos hacen pensar en que es un buen momento para tomar algo de ganancia. El rally que ha experimentado la acción nos lleva a pensar que es probable que ingrese en un período de lateralización para luego cobrar nueva fuerza. Dentro de este sector somos particularmente optimistas a largo plazo puesto que consideramos que el mismo tiene sólidos fundamentales y drivers genuinos para los próximos años. Por tanto consideramos atractivas las acciones de **Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)**, **Pampa Energía (PAMP)** e **YPF (YPFD)**.



- Reguladas:** En el semanal de la semana pasada vimos una oportunidad en las acciones de este sector, que luego de un rally en noviembre y diciembre sufrieron un fuerte ajuste durante gran parte de enero y febrero. Considerábamos que ya con un esquema de normalización tarifaria que comienza a hacerse realidad se van sentando las bases para que dichas empresas comiencen a ganar en rentabilidad. Durante la semana las acciones de este sector tuvieron una performance notable. Nos continúa gustando el sector, más allá del rally que tuvo puesto que consideramos que hay mucho valor una vez normalizadas las tarifas. Fácilmente podemos ver niveles de EBITDA entre tres y cuatro veces lo reportado en 2023 con fuerte expansión de márgenes. De este sector nos resultan especialmente atractivas **Central Puerto (CEPU), Autopistas del Sol (AUSO), Transportadora de Gas del Norte (TGNO4), Transener (TRAN) y Distribuidora de Gas Cuyana (DGPU2).**

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



Fuente: IEB en base a LSEG.

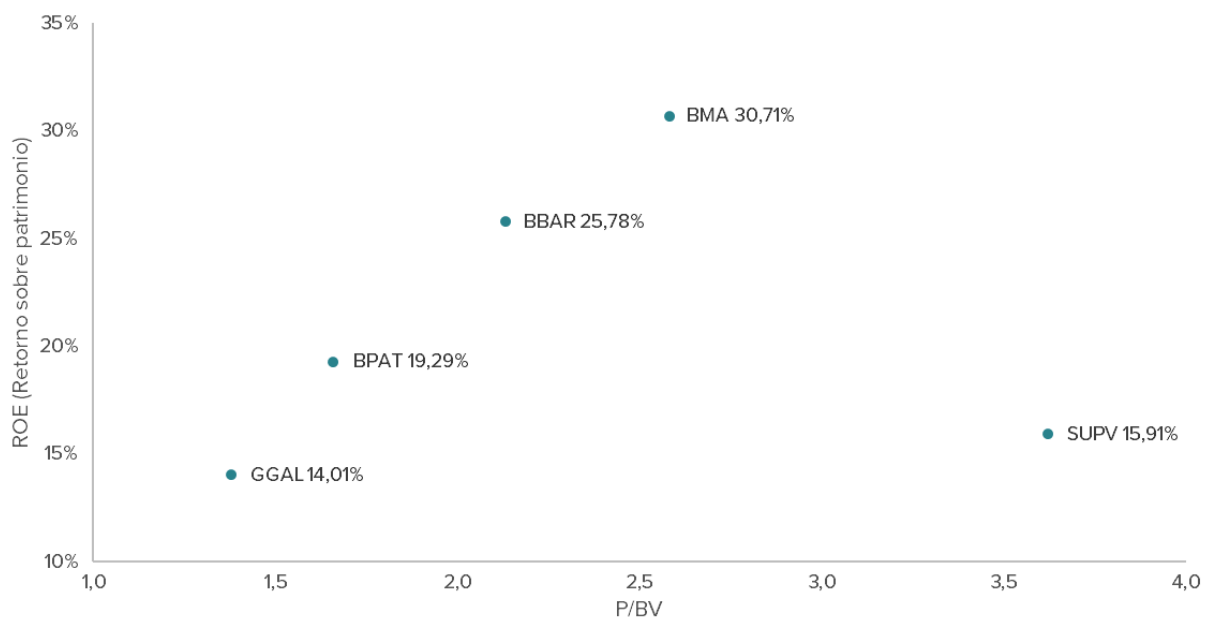
- BYMA:** Una acción que viene de presentar un trimestre excepcional (para ser justos son ya cuatro trimestres consecutivos de muy buenos resultados). El negocio de ByMA nos parece excelente y con mucho potencial, su carácter defensivo la hace especialmente atractiva en este contexto y su portfolio de inversiones propios le otorga no solamente un interesante retorno sino que nuevamente brinda defensividad a bajas. Los volúmenes negociados en enero y febrero continúan siendo sólidos lo que auspicia ingresos por mercado interesantes. Así mismo, la compañía anunció una capitalización de la cuenta "Ajustes al capital", distribuyendo acciones a razón de 4 por cada acción circulante; lo que redundará en la práctica como un split 1:5.

- **Bancos:** Luego de presentar un cuarto trimestre récord consideramos que difícilmente los resultados para el primer semestre vuelvan a ser excepcionales. No obstante, continúa siendo un sector particularmente rezagado con respecto a los demás y, a la luz de las nuevas medidas tomadas por la autoridad monetaria -que se mencionaron anteriormente- creemos que van en el sentido correcto de una normalización del sistema, le otorgan la posibilidad de potenciar su ROE.

Vale la pena realizar una breve comparación de los bancos. Para ello suponemos constante (es decir igual para todo el sector) la tasa de crecimiento esperada, el dividend payout ratio y el cost of equity. Dicho de otro modo, vemos la relación existente entre el P/BV y el ROE (utilizando como resultados, los resultados integrales):

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Precio}}{\text{Valor libros}} = \frac{ROE \times \text{Dividend payout ratio}}{\text{Cost of equity} - \text{Tasa de crecimiento esperada}}$$

Bancos



Fuente: IEB en base a balances de las compañías y Bymadata.

De dicho sector continuamos con nuestra preferencia por **Banco Macro (BMA)** y **BBVA Argentina (BBAR)**. Nos resulta interesante el ROE que tienen y sus valuaciones son acordes a él. BBAR es de los que más retrasados están con respecto a sus comparables y continuamos considerando que dicho descuento no es justificado.

CARTERA DE CEDEARs

Los responsables de política monetaria de la Reserva Federal mantuvieron la decisión de sostener los tipos de interés en el rango de 5,25% / 5,5%. No obstante, la FED mantiene su optimismo en que la inflación comenzará su descenso hacia su objetivo del 2% para lograr los tres recortes de tasas que se habían previsto para junio del año corriente.

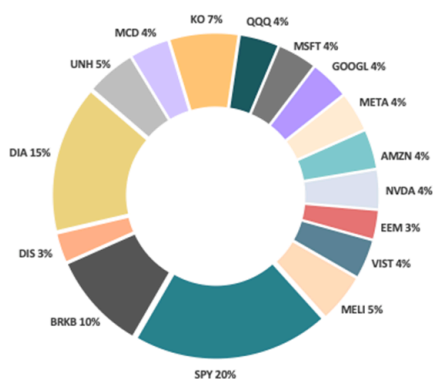
Ante este contexto, los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 y 2 años operaron al alza, lo que llevó a una caída en las tasas de los mismos hasta el 4,27% y 4,64% respectivamente. Mientras que el mercado de acciones estadounidense mantuvo su sendero alcista con foco en la inteligencia artificial, comenzando la semana con anuncios de que Apple estaría en conversaciones con Alphabet (Google) con el objetivo de comenzar a utilizar el motor de la IA generativa Gemini para incorporar funciones de IA en sus iPhones, lo que llevó a las acciones de ambas compañías a cerrar el día 4,6% y 6% por encima de su precio de apertura en la rueda del lunes.

Por su parte, la cartera de CEDEARs mantiene un rendimiento de 7,57% en pesos a una semana de finalizar el mes de marzo, lo que la llevó a posicionarse 2,20% por encima del rendimiento obtenido por nuestro benchmark; el ETF del S&P 500 (SPY) que obtuvo un rendimiento de 5,25% durante el mismo periodo. Así mismo, mientras que con respecto al DIA (Dow Jones Industrial Average) y el QQQ (Nasdaq 100) lo hizo en 2,70% y 2,80% respectivamente.

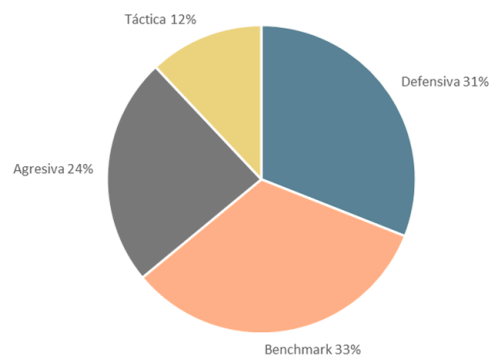
2024														Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic			
Cartera	35,69%	-7,71%	7,57%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	104,54%	11,80%
SPY	31,06%	-10,26%	5,25%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	71,62%	11,12%
DIA	29,96%	-12,67%	4,74%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56,82%	8,57%
QQQ	30,96%	-10,30%	4,64%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	69,03%	16,18%
CCL	29,98%	-16,47%	3,61%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	37,63%	-
Cartera en USD	4,39%	10,49%	3,82%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	59,48%	-

Finalmente, el dólar CCL subió 3,61% desde comienzos de mes, lo que sitúa a la cartera de CEDEARs con un rendimiento de 3,82% en dólares.

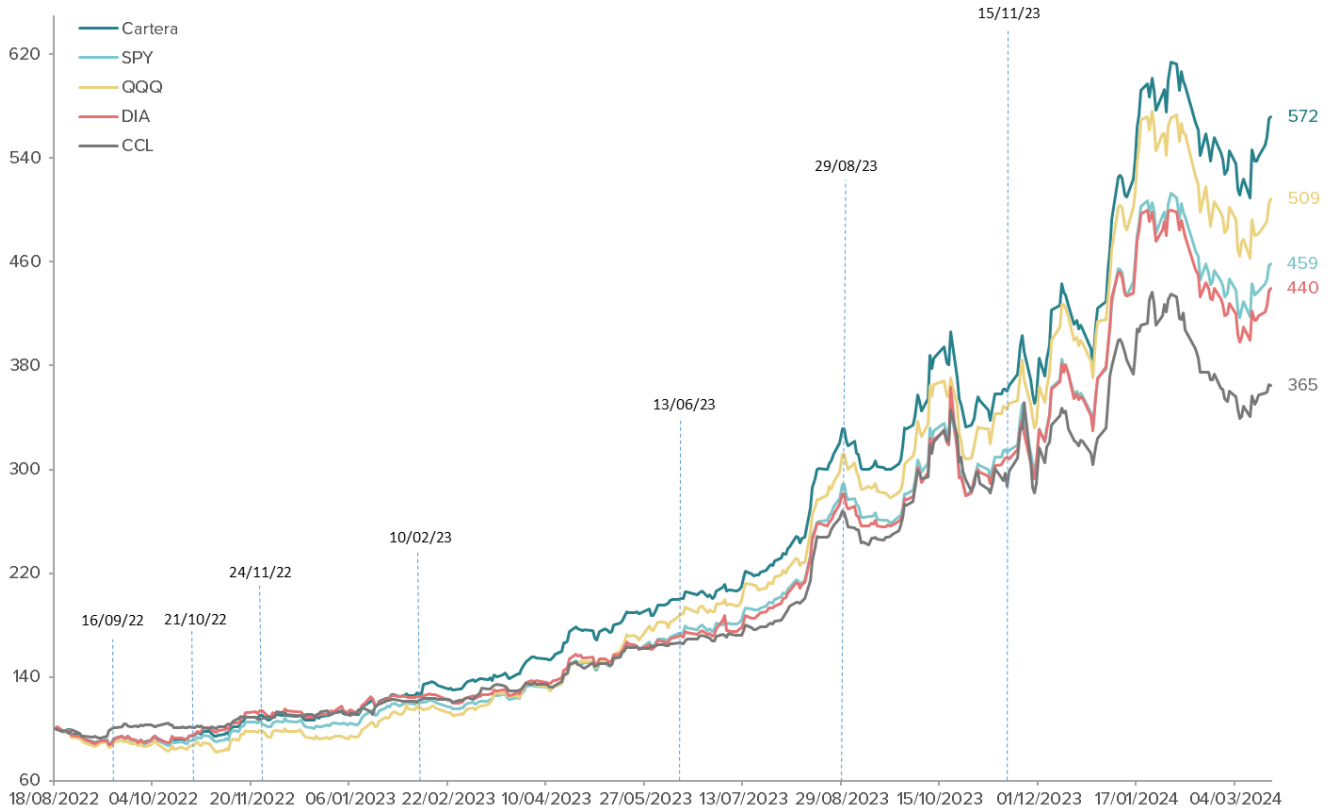
Cartera CEDEARs



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.