

5 de abril de 2024

Argentina Weekly

Sobrecumpliendo las metas con el FMI

- **AFIP publicó los números de la recaudación de marzo, reflejando una caída del 16,2% en términos reales con respecto a igual mes de 2023. No obstante, estimamos que el Ministerio de Economía habría aplicado la dureza necesaria para lograr superávit primario.** De esta forma, estimamos el superávit primario del primer trimestre en \$3,8 BB, superando ampliamente la meta acordada de \$0,9 BB.
- Paralelamente, el BCRA lleva acumulados más de USD 11.600 MM mediante su intervención en el MULC, y USD 6.860 MM han ingresado directamente a las reservas. Con el engrosamiento de las reservas y el pago a organismos internacionales, **las reservas netas se incrementaron en USD 8.000 MM**, encaminándose a volver a terreno positivo brevemente y **superando de manera holgada la meta acordada con el FMI de USD 6.000 MM.**
- Habiendo sobrecumplido las metas fiscales y de reservas, de acuerdo a la prensa, **el ministro de Economía se podría llegar a reunir con el FMI para conversar sobre el futuro del programa.**
- **Esta semana la deuda hard dollar recuperó la baja de la última semana y los feriados locales alcanzando nuevos máximos.** Para que sigan avanzando como dijimos, será necesario que se consoliden tanto los resultados fiscales como monetarios con los riesgos tanto en el plano político en relación a la gobernabilidad como en lo social con el potencial descontento de la gente. **Por otra parte, en estas dos últimas semanas cortas el BCRA no llamó a licitación del Bopreal Serie 3 que aún le resta colocar USD 2.089 MM, casi un 66% del monto máximo.**
- **En relación a la deuda en pesos, la curva CER cerró marzo con una suba promedio de 15% aunque en las últimas ruedas no reaccionó demasiado.** La última semana comenzó a operar la lecap S31E5 que comprimió su rendimiento en las últimas ruedas a alrededor de 5% TEM especulando con una nueva baja de tasas. **Creemos que sigue siendo conveniente mantener una porción de la cartera en pesos dado que los tipos de cambios financieros pueden seguir relativamente estables en el corto plazo dado los bajos stocks monetarios y las regulaciones que mantienen la demanda contenida.** Para hacer tasas nos gusta el TZX25 y TX26 como también el Fondo IEB Multiestrategia (CER).
- **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 estrategia y selección de acciones se mantiene sin cambios:** Continuamos viendo valor en acciones de Oil & Gas (YPF, TGS, Pampa), del sector reguladas (TGN, TRAN, CEPU, AUSO, DGCU), en bancos nos inclinamos por BBAR y BMA y seguimos considerando prudente evitar materiales (TXAR, ALUA).

ECONOMÍA

Luego del fin de semana largo en el cual se sumaron Semana Santa, junto con la conmemoración del Día del Veterano y de los Caídos en la Guerra de Malvinas, **AFIP publicó su informe con los números de la recaudación de marzo, según el cual los recursos tributarios alcanzaron \$7,7 BB, lo cual implica una caída del 16,2% en términos reales con respecto al mismo mes del año anterior** y cierra el primer trimestre del año y del gobierno de Javier Milei con una notable caída en los ingresos del sector público. A su vez, resulta impactante la agudización en la contracción de la recaudación: el mes previo la caída había sido del 10%, y en el primer mes del año fue de tan sólo 4%.

Dentro de los rubros que componen la recaudación, se destacan los movimientos en los tributos ligados a la actividad económica interna, tales como el IVA y el impuesto a los Créditos y Débitos bancarios: el primero presentó una caída del 19,6% y el segundo del 12,8%, vs. contracciones en el mes previo del 10,6% y 4,1% respectivamente.

Vale la pena también destacar el rol preponderante del impuesto PAIS, el cual continúa siendo el tributo con mayores incrementos interanuales reales y conteniendo la caída en la recaudación: en marzo presentó un incremento del 318,9%, y representó un 9% de los recursos tributarios totales vs. 1,8% un año atrás. A este se agregan los derechos de exportación, los cuales se incrementaron un 62,7% real.

Recaudación - marzo 2024 vs. marzo 2023

	mar-24	v.i.a	mar-23 ajustado	mar-23
IVA Impositivo	1.838.459	-19,63%	2.287.555	579.883
IVA Aduanero	995.863	-9,76%	1.103.589	279.754
Ganancias Impositivo	897.231	-44,26%	1.609.596	408.024
Ganancias Aduanero	159.485	2,04%	156.297	39.621
Derechos de Exportación	310.088	62,67%	190.618	48.321
Derechos de Importación	238.515	-26,24%	323.384	81.976
Combustibles	82.482	-20,15%	103.300	26.186
Bienes Personales	17.035	-83,08%	100.703	25.528
Créditos y Débitos	600.613	-12,80%	688.801	174.607
PAIS	694.903	318,91%	165.885	42.051
Subtotal Impositivo	4.267.789	-17,73%	5.187.428	1.314.986
Subtotal Aduanero	1.718.411	-5,14%	1.811.521	459.211
Total Impositivo y Aduanero	5.986.200	-14,47%	6.998.949	1.774.197
Sistema de Seguridad Social	1.740.259	-21,61%	2.219.946	562.745
Total Recursos Tributarios	7.726.459	-16,19%	9.218.895	2.336.942
Recursos Tributarios s/ PAIS	7.031.555	-22,33%	9.053.010	2.294.891

Fuente: IEB en base a AFIP

Los números de la recaudación continúan reflejando la magnitud de la caída en el nivel de actividad, la cual al igual que la recaudación continúa agudizando su contracción y comienza a asemejarse a la registrada en los primeros meses del 2020 con el efecto de la pandemia. Mientras tanto, los gravámenes ligados al comercio exterior contuvieron el impacto negativo del resto de tributos y contribuyeron al objetivo de superávit fiscal, el cual se ve incrementalmente complicado pese a la convicción del equipo económico en su obtención.

No obstante, pese al no acompañamiento de los recursos fiscales en el camino al superávit fiscal, el equipo económico no sólo ha logrado cumplir con el objetivo, sino que ha llevado adelante un sobreajuste que le permitió superar las metas fiscales planteadas por el FMI. **Aunque los números fiscales oficiales de marzo aún no se conocen, realizamos el ejercicio de ajustar los números registrados en marzo-23 por inflación y en base a las políticas que el gobierno actual aplicó durante el primer bimestre del año.**

El ejercicio proyecta el resultado fiscal del mes que acaba de finalizar, teniendo en cuenta los ajustes realizados en meses previos sobre algunas partidas del gasto que consideramos habrán continuado por el mismo camino en el transcurso del mes. En otros casos, algunos renglones del gasto enfrentaron particularidades en marzo y afectaron nuestras estimaciones: el caso emblemático es el de las prestaciones sociales, cuya licuación fue morigerada con el ajuste trimestral automático de haberes del 27%. A su vez, redujimos el ajuste a subsidios suponiendo que los envíos a CAMMESA habrían dejado de ser nulos, aunque la posibilidad de que la contracción de estos haya sido mayor queda abierta.

Resultado Fiscal - marzo 2024 vs. marzo 2023

	mar-24	v.i.a.	mar-23 ajustado	mar-23
INGRESOS TOTALES	5.790.096	-15,00%	6.811.878	1.726.776
GASTOS PRIMARIOS	5.215.263	-33,39%	7.829.080	1.984.632
Gastos corrientes primarios	5.148.734	-28,13%	7.163.783	1.815.982
Prestaciones sociales	3.525.344	-25,00%	4.700.458	1.191.542
Subsidios económicos	396.427	-30,00%	566.324	143.560
Gastos de funcionamiento y otros	966.706	-25,00%	1.288.941	326.740
Transferencias corrientes a provincias	38.152	-85,00%	254.349	64.476
Transferencias a universidades	172.758	-25,00%	230.344	58.391
Otros Gastos Corrientes	49.346	-60,00%	123.366	31.273
Gastos de capital	66.530	-90,0%	665.297	168.649
RESULTADO PRIMARIO	574.833			-257.856
Intereses Netos	539.095	5,00%	513.424	130.150
RESULTADO FINANCIERO	35.738			-388.006

Fuente: IEB en base a Mecon

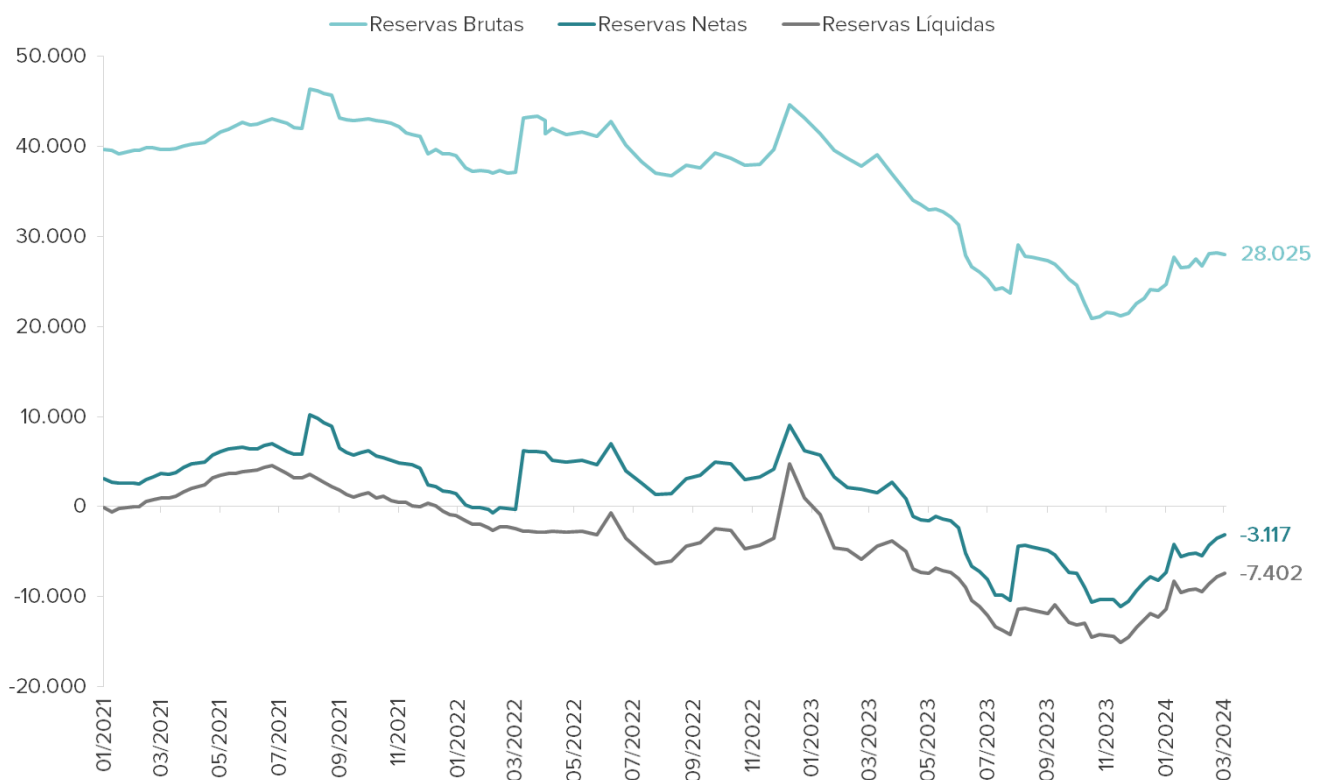
Utilizando esos supuestos y traduciéndolos a variaciones reales, el SPNF habría registrado nuevamente tanto **superávit primario como financiero**, continuando con una racha sumamente positiva y acumulando tres meses de exceso de liquidez.

De esta forma, el **superávit primario acumulado en el primer trimestre habría resultado de \$3,8 BB, superando ampliamente las primeras metas acordadas con el FMI de un piso para el resultado primario de \$962.400 MM en los primeros tres meses del año**. Estos holgados números fiscales le han permitido al equipo económico cumplir además con otra meta, promesa y pilar fundamental del programa del gobierno libertario: financiamiento del BCRA al Tesoro “cero”.

Al mismo tiempo que el gobierno llevó a cabo desde el Ministerio de Economía un notable y necesario ordenamiento de las cuentas públicas, el BCRA ha logrado revertir la tendencia negativa registrada en el 2023 de un debilitamiento persistente de las reservas internacionales, las cuales sufrieron pérdidas por USD 23.000 MM hasta el 10/12.

Desde la devaluación del 13/12, el BCRA lleva acumulados más de USD 11.600 MM mediante su intervención en el MULC, y USD 6.860 MM han ingresado directamente a las reservas brutas de la autoridad monetaria. Dado este engrosamiento de las reservas internacionales brutas y la cancelación de obligaciones con organismos internacionales, el crecimiento de las reservas internacionales netas según metodología del EFF en los últimos tres meses resultó sorprendente: de USD -11.000 MM en diciembre a USD -3.100 MM actualmente, encaminadas a retornar a terreno positivo en breve.

Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

Así, **el gobierno ha cumplido holgadamente con otra meta fundamental acordada con el FMI para el primer trimestre: acumulación de reservas netas por USD 6.000 MM.** De continuar en este camino, y con la asistencia de una cosecha sustancialmente superior a la pobre campaña de 2023, el gobierno contará nuevamente con margen para cumplir la meta pactada para mitad de año, la cual está pautada en USD 9.200 MM.

Con las credenciales de haber sobrecumplido las metas fiscales y de reservas, de acuerdo a la prensa, el Ministro de Economía viajaría a Washington este mes. **Entre el 17 y 19 de abril hay agendadas actividades del FMI y se considera probable que en dicho marco se organice alguna reunión bilateral en la cual se converse sobre el futuro del programa.**

DEUDA EN PESOS

La última semana de marzo la curva CER corrigió en buena parte del tramo medio y largo, cerrando en la semana 0,90% abajo en los bonos 2025 en adelante en promedio. Los bonos duales terminaron 1,07% abajo en promedio a excepción del TDJ24 que subió 0,41%, mientras que los bonos dólar linked subieron 1,97% en promedio aunque el bono más corto, el TV24, retrocedió 0,67%. De esta forma los bonos CER del 2025 en adelante cerraron el mes de marzo con una suba promedio de 16%, mientras que los bonos duales y DL avanzaron 2,02% y 4,17% respectivamente. Esta semana los bonos CER del tramo medio y largo vuelven a avanzar, 1,25% en promedio.

Durante el mes de marzo el CCL se mantuvo bastante estable, subiendo apenas 2,63%, por lo que la estrategia de carry volvió a resultar ganadora. Recordemos que en febrero los bonos CER permitieron realizar un retorno en dólares de 37% en promedio dado que el CCL cayó 16% durante ese mes. En el año la estrategia permitió un retorno de 24% en dólares tomando el rendimiento promedio de los bonos CER.

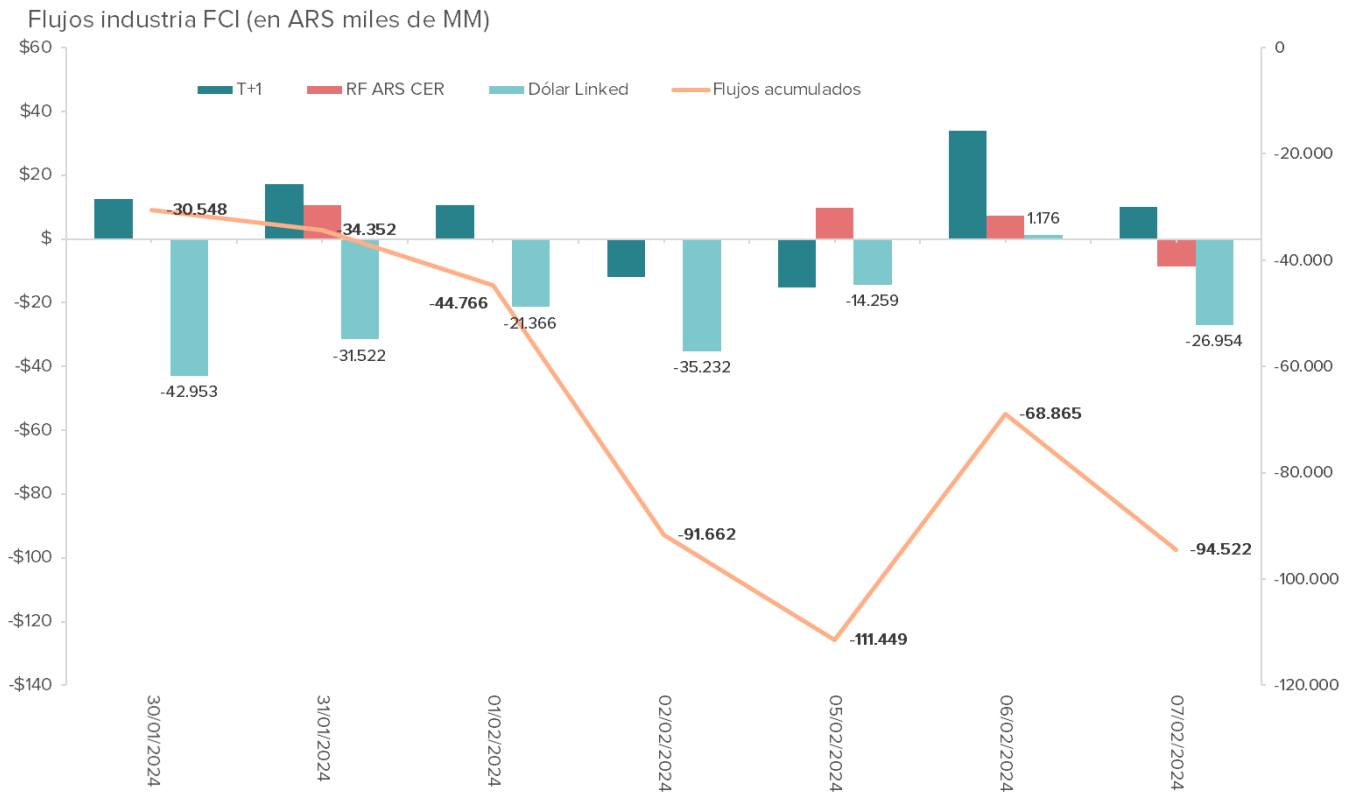
La semana pasada comenzó a operar la lecap S31E5. Recordemos que el monto efectivo adjudicado en la letra a tasa fija fue de \$1,32 BB concentrando el 57% del monto total colocado, habiendo rechazado posturas por \$1,72 BB en este instrumento. El mercado parece mostrarse optimista con respecto a la inflación y quizás piensa que los controles cambiarios continuarán por más tiempo asegurando tasa a 10 meses.

Por otra parte, recordemos que el REM se conocerá el lunes 08/04 y la inflación de marzo el viernes 12/04. El jueves se conoció el IPC Online de Marzo de Bahía Blanca que arrojó una variación de 11,02%. La nueva lecap comprimió su rendimiento en las últimas ruedas a alrededor de 5% TEM especulando con una nueva baja de tasas. **A continuación mostramos un posible sendero de inflación que dejaría a la curva CER breakeven con la lecap.**

Inflación breakeven con rendimiento Lecap					
Vencimiento	Instrumento	TIR	TIR mensualizada	Breakeven infla con Lecap	Mes
	Lecap	81,13%	5,07%		
14/4/2024	T6X4	-59,31%	-7,22%	10,5%	Marzo
				8,0%	Abril
26/7/2024	T2X4	-42,24%	-4,47%	7,0%	Mayo
				7,0%	Junio
14/10/2024	T4X4	-30,32%	-2,97%	7,0%	Julio
				6,0%	Agosto
				5,0%	Septiembre
				5,0%	Octubre
				5,0%	Noviembre
14/2/2025	T2X5	-19,40%	-1,78%	4,0%	Diciembre

El próximo vencimiento es el 15/04 correspondiente al T3X4 que suma \$409.000 MM. Debería haber una licitación el 11/04 para rollear esos vencimientos y para ir adelantando el refinanciamiento de los vencimientos de finales de abril que suman \$2,7 BB del TV24 y TDA24. Seguramente el Mecon volverá a licitar algún instrumento a tasa fija con la intención de ir formando una nueva curva soberana de tasa fija que ya tiene la lecap S31E5 y el TO26.

Con respecto a la industria de FCIs, continua la salida de los fondos dolar linked que en las últimas siete ruedas acumulan rescates por \$171.000 MM que no alcanza a ser compensada por las suscripciones en los fondos CER y T+1 que tuvieron ingresos de fondos durante el mismo periodo por \$57.000 MM y \$19.000 MM respectivamente. En el año los fondos DL tuvieron rescates por \$1,32 BB lo que representó una caída en su AUM de 46%, que actualmente se encuentra en \$1,86 BB. Los fondos CER y T+1 en lo que va del año muestran una variación en su AUM de -10% y 13%.



Fuente: IEB en base a 1816

A continuación simulamos retornos para los bonos en pesos con un escenario de inflación muy conservador. Para eso asumimos los siguientes niveles de inflación: 9% para marzo, 8% abril y 7% 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 con la lecap operando con una TEM de 5%.** Además si se realizara otra baja de tasas, los bonos con mayor duration serían los más beneficiados. Incluso “castigando” las tasas de salida entre 5% y 10% los rendimientos de estos bonos CER siguen siendo superiores a los bonos a tasa fija o a un plazo fijo que hoy rinde 6,25% TEM aproximadamente.

Otro bono que nos gusta es el TZX25, de menor duration que los anteriores (1,23), que además de tener un buen upside potencial tiene el bid del central en -15,09% que le asegura un piso al menos hasta la próxima licitación.

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%	\$ 859,1	9,0%	30%	\$ 1.117
abr-24	2,0%	9,3%	\$ 876	8,0%	30%	\$ 1.139
may-24	5,0%	14,8%	\$ 920	7,0%	30%	\$ 1.196
jun-24	5,0%	20,5%	\$ 966	7,0%	30%	\$ 1.256

Vencimiento	Exit yields		TEAs	TEM
30/6/2024	al vto	TDJ24 (DL)	-12,15%	-1,07%
30/6/2024	al vto	TDJ24(CER)	92,79%	5,62%
30/4/2024	al vto	TV24	114,76%	6,58%
9/11/2026	-9%	TX26	204,45%	9,72%
9/11/2026	-4%	TX26	120,02%	6,79%
9/11/2026	1%	TX26	61,97%	4,10%
30/6/2025	-15%	TZX25	165,54%	8,48%
30/6/2025	-10%	TZX25	105,92%	6,20%
30/6/2026	-8%	TZX26	252,74%	11,08%
30/6/2026	-3%	TZX26	121,41%	6,85%
30/6/2026	2%	TZX26	40,35%	2,86%
30/6/2027	-4%	TZX27	259,03%	11,24%
30/6/2027	1%	TZX27	81,41%	5,09%
20/5/2024	-42%	T2X4	86,89%	5,35%
14/10/2024	-34%	T4X4	140,65%	7,59%
14/10/2024	-24%	T4X4	100,84%	5,98%
14/10/2024	-14%	T4X4	71,38%	4,59%
13/12/2024	-31%	T5X4	197,02%	9,50%
13/12/2024	-21%	T5X4	127,81%	7,10%
20/5/2024	al vto	T6X4	81,95%	5,11%
14/4/2024	al vto	T3X4	115,86%	6,62%
20/5/2024	al vto	X20Y4	75,94%	4,82%
31/3/2025	3%	TV25	31,8%	2,33%
31/3/2025	-3%	TV25	60,6%	4,03%
30/9/2024	-23%	T2V4	82,03%	5,12%

Si bien creemos que es un buen momento para dolarizar carteras dado el atraso que vienen acumulando los dólares financieros, pensamos que sigue siendo conveniente mantener una posición de 40% de la cartera en pesos dado que los tipos de cambios financieros pueden seguir relativamente estables en el corto plazo dado los bajos stocks monetarios y las regulaciones que mantienen la demanda contenida. Para hacer tasas en pesos nos gusta el TZX25 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.

DEUDA EN DÓLARES

Los bonos soberanos han tenido un gran desempeño durante marzo mostrando un avance de 18,7% en promedio. Si bien el clima internacional colaboró en esta performance dado que los bonos de países emergentes también tuvieron un buen desempeño subiendo 2% en promedio, con casos particulares de deuda en distressed con mejor performance aún como Ecuador, Sri Lanka y Ucrania que subieron entre 11% y 14%, el gran avance en las paridades de los bonos locales se explica en gran parte por factores locales. Entre estos se encuentra el superávit financiero de febrero, y la acumulación de reservas de manera sostenida a pesar del pago a organismos internacionales como Club de París y el BIS junto con una fuerte licuación de los pasivos del BCRA que permitió mejorar el balance de la entidad monetaria. Esta semana, los bonos soberanos recuperaron las bajas que tuvieron durante la última semana y los feriados locales, y vuelven a tocar nuevos máximos. El mercado probablemente ahora estará esperando que estos buenos resultados se consoliden, ya que existen

dudas sobre la sostenibilidad de los mismos, a pesar de que hay una fuerte decisión por parte del gobierno de continuar por este camino.

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

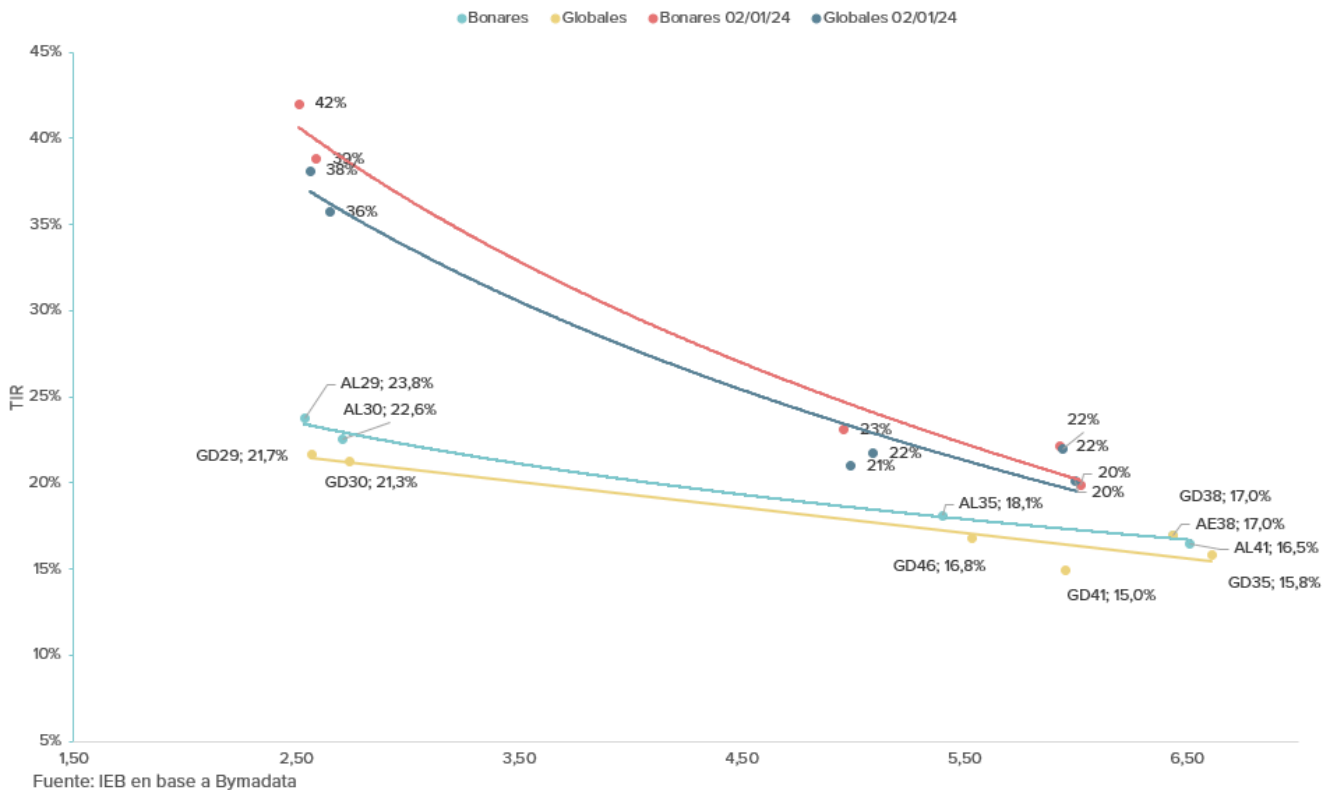


Fuente: IEB en base LSEG.

Si observamos el desempeño de los soberanos durante el primer trimestre estos han tenido un rally fenomenal, subiendo 32% en promedio. Esto se vio acompañado de un aplanamiento de la curva dado que los bonos más cortos subieron en mayor medida que los largos, 42% contra 27% en promedio. **Esta fuerte compresión en el rendimiento en los títulos de menor duración que lleva a una normalización de la curva se explica por una mayor confianza en la capacidad de pago del gobierno en el corto plazo.**

Por otra parte, en estas dos últimas semanas cortas el BCRA no llamó a licitación del Bopreal Serie 3 que aún le resta colocar USD 2.089 MM, casi un 66% del monto máximo. Las últimas subastas tuvieron una demanda escasa (colocó solo USD 189 MM) a pesar de que a mediados de mes permitió que ingresen a la licitación importadores con deudas comerciales previas al 13 de diciembre que no estén inscriptas en el padrón. De esta forma la autoridad monetaria decidió posponer la próxima licitación para la semana que viene según trascendió en la prensa.

Desplazamiento de la curva de Bonos Soberanos HD (YTD)



Cabe mencionar que la deuda comercial desde el recambio de gobierno creció USD 9.400 MM lo que supera el monto total colocado de bopreales en ese mismo plazo, que hasta el momento suma USD 7.491 MM. Por lo que solo sirvió para normalizar la deuda de la actual administración y explica la recomposición de reservas.

Además, a partir de abril los importadores que hayan suscripto a los bopreales tendrán acceso al CCL por la diferencia entre USD 100 y el precio de venta de los bopreales, para de esta forma poder cancelar toda la deuda. Ahora la CNV flexibilizó la operatoria de CCL bajo esta modalidad, exceptuando del límite de venta de USD 200 MM diarios, el parking de 1 día y las restricciones para hacer CCL tomando caución. Hasta ahora solo estaba exceptuado de estas restricciones cuando se hacía CCL con bopreales comprados en el primario.

El rally de la deuda soberana tuvo como contracara una caída importante del riesgo país de 1.300 puntos básicos desde los máximos alcanzados en octubre del año pasado, incluso quedando por debajo del promedio de los últimos dos años. Para ir hacia el promedio de los años 2007-2024 todavía debería caer otros 300 puntos básicos y por lo menos 600 para volver a ingresar a los mercados internacionales. Esto es el reflejo de una mejora en las perspectivas por parte del mercado, aunque todavía queda mucho por recorrer para igualar a los países de la región por ejemplo que actualmente se ubican en niveles de entre 120 y 300 puntos básicos (Chile, Perú, Brasil por ejemplo).

Riesgo País Argentina



Fuente: IEB en base a LSEG.

Bono	Px	Riesgo País						
		2500	1950	1200	1000	900	800	700
GD29D	60,0	51,2	57,0	67,1	70,3	72,0	73,8	75,5
GD30D	57,0	48,3	54,1	64,4	67,7	69,5	71,3	73,3
GD35D	46,7	25,5	32,4	47,5	53,3	56,5	60,0	63,7
GD38D	52,5	31,3	38,4	53,1	58,6	61,7	65,0	68,7
GD41D	45,0	23,7	29,8	43,6	48,7	52,0	55,2	58,7
GD46D	49,8	28,3	34,0	46,8	51,8	54,7	57,6	61,3
Cartera de Globales	50,7	33,2	39,7	53,0	57,8	60,6	63,5	66,6
Upside/Downside		-34,5%	-21,8%	4,4%	14,0%	19,4%	25,1%	31,3%

Fuente: IEB en base a BymaData

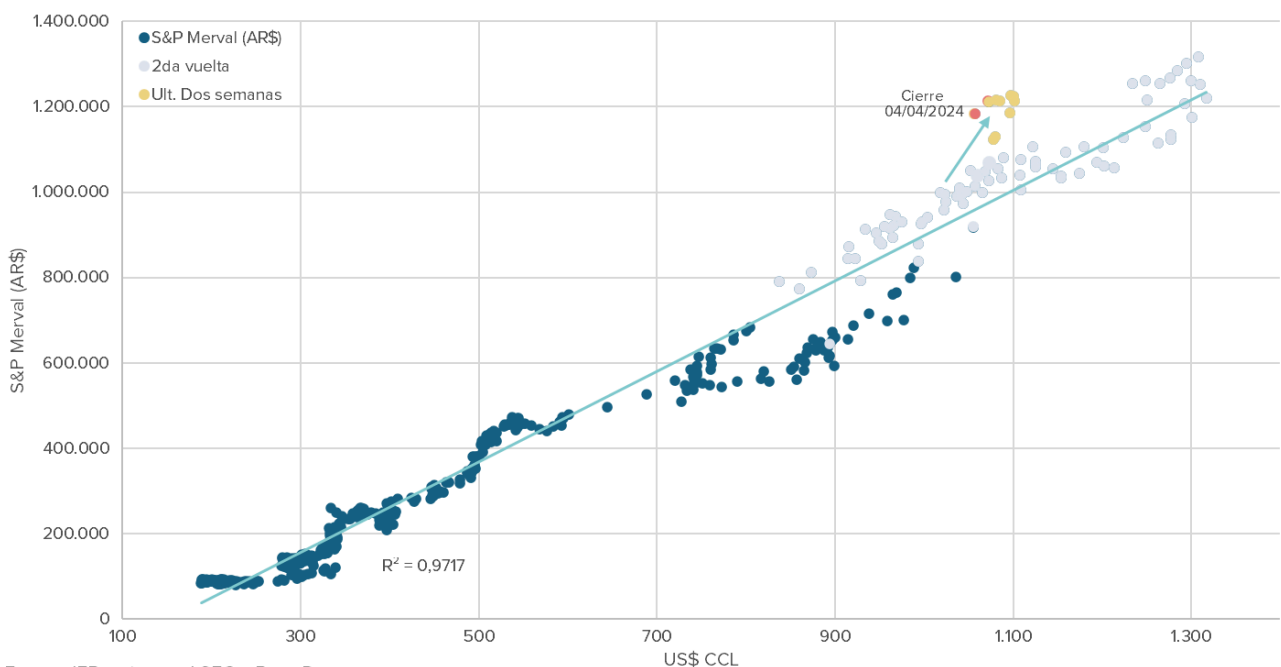
El siguiente paso podría ser ir a un riesgo país similar al de El Salvador que actualmente se encuentra en 750 que son niveles de transición hacia aquellos de mejor crédito. El upside promedio que aún tienen los globales en caso de que la curva comprimiase a estos niveles es de alrededor de 30%. Dado el avance en las paridades de los últimos meses en caso de ir hacia un escenario negativo el impacto puede ser mayor. Si el riesgo país llegase a máximos del año pasado el downside podría rondar los 35% en promedio. Para que sigan avanzando como dijimos, será necesario que se consoliden tanto los resultados fiscales como monetarios con los riesgos tanto en el plano político en relación a la gobernabilidad como en lo social con el potencial descontento de la gente.

EQUITY ARGENTINO

Medido en US\$ CCL, el S&P Merval prosiguió su camino ascendente, continuando con el desacople que comenzamos a notar entre el índice (medido en AR\$) y el US\$ CCL. En el semanal anterior nos preguntamos si este desacople era un desarbitraje o un cambio de tendencia. Tras varias ruedas en las que los activos de renta variable argentinos continúan revalorizándose en dólares creemos que ya puede comenzar a marcar una tendencia.

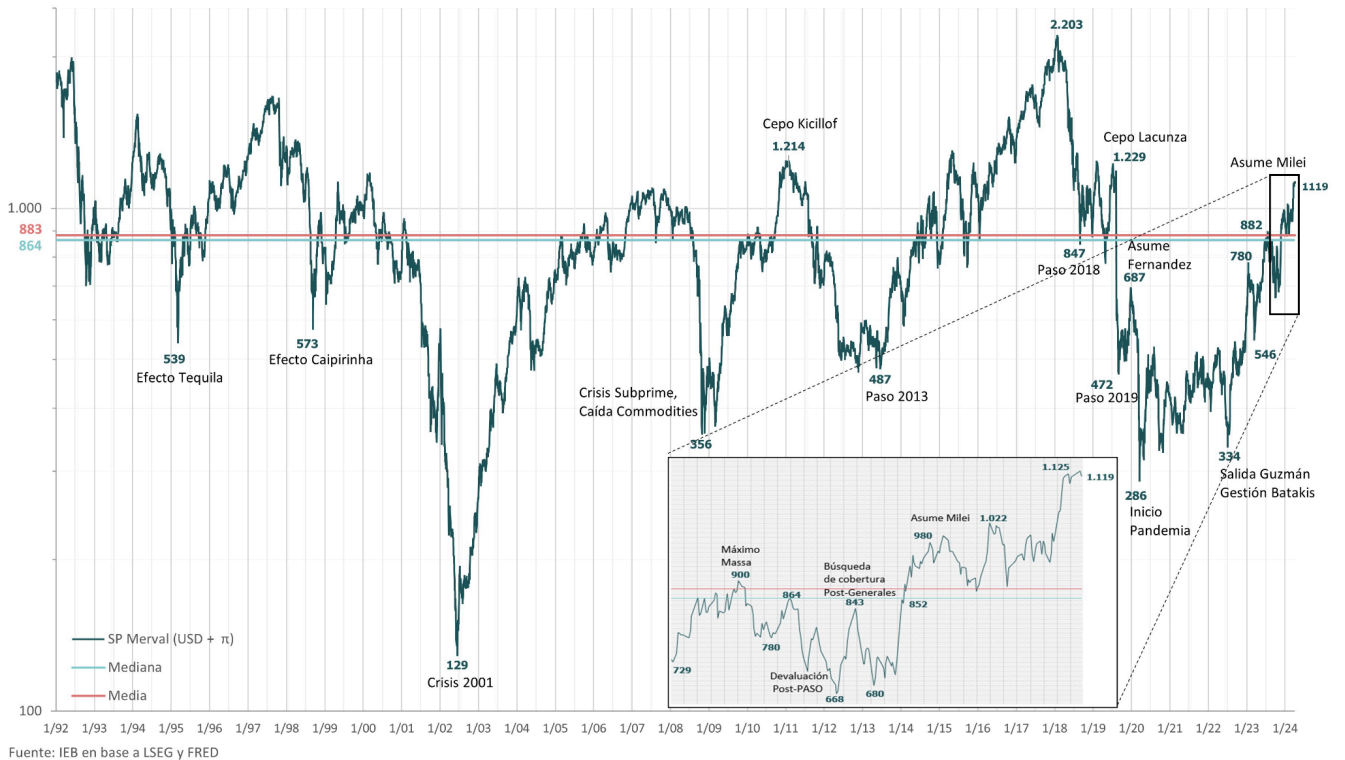
Es poco probable que en el corto plazo se de un fuerte incremento en el US\$ CCL: un flujo creciente por parte de exportadores sumado a una economía con demanda limitada (por la caída en la actividad que reduce necesidad de importaciones y posibilidad de compra para ahorro de la divisa).

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



Luego de una leve corrección en el equity argentino que llevó al S&P Merval a tocar los USD 1.102 la semana previa, el índice recupera lo que creemos podría ser una tendencia alcista para cerrar en los **USD 1.119** en la rueda de ayer. Si bien dicho retorno al alza estuvo impulsado en mayor medida por las acciones del sector regulado, principalmente transportistas y distribuidoras de gas que se vieron favorecidas por la adecuación de tarifas autorizada por ENARGAS en la mañana del miércoles, también cobró relevancia un dólar CCL que se mantuvo en torno a los AR\$ 1.000 / AR\$ 1.100.

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

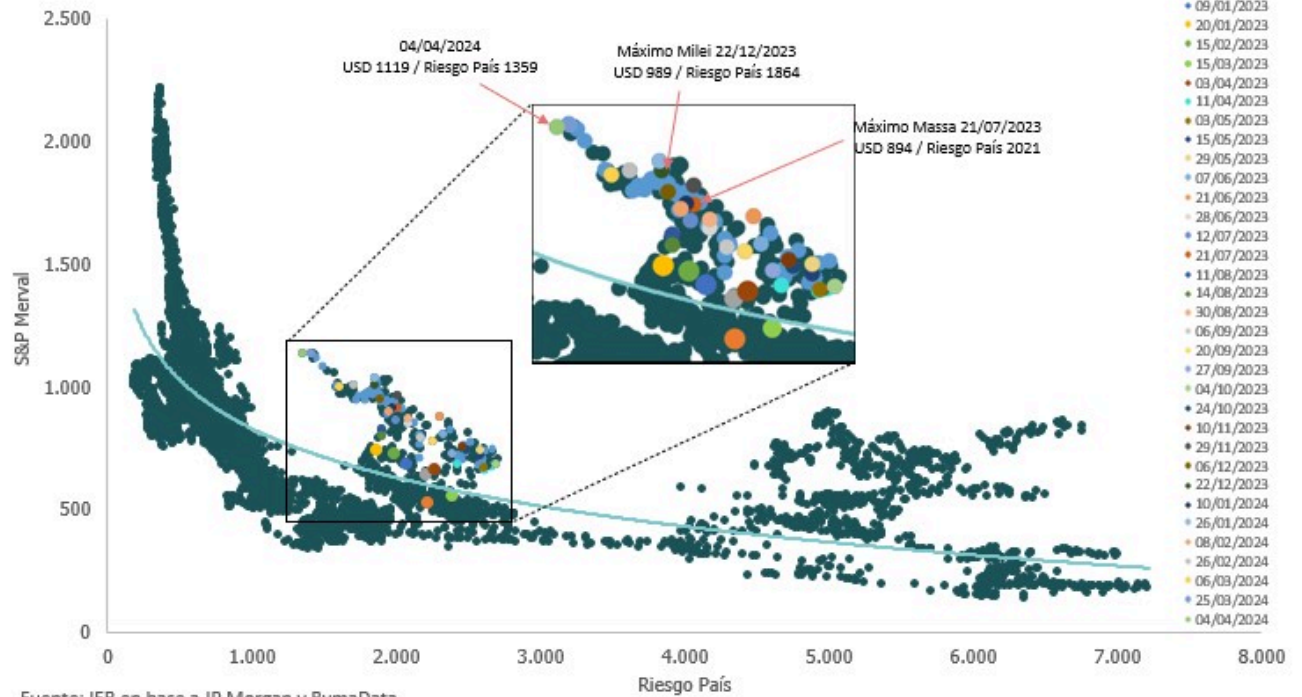


Con respecto a la deuda soberana, la buena performance que viene mostrando la misma durante las últimas semanas llevó a ubicar el riesgo país en torno a los 1.367 puntos, nivel que continúa convalidando valuaciones que creemos son elevadas para el equity argentino por sobre los niveles de riesgo país históricos.

Desde la asunción de Javier Milei, los niveles de sobrevaluación parecen haber encontrado un soporte cerca del 45%, ubicándose actualmente en 58%. Si bien el desvío parece mantenerse en torno a estos valores (+45% / +65%) desde el inicio de la nueva administración, lo cierto es que consideramos que dichos niveles aún se encuentran en un rango significativamente elevado.

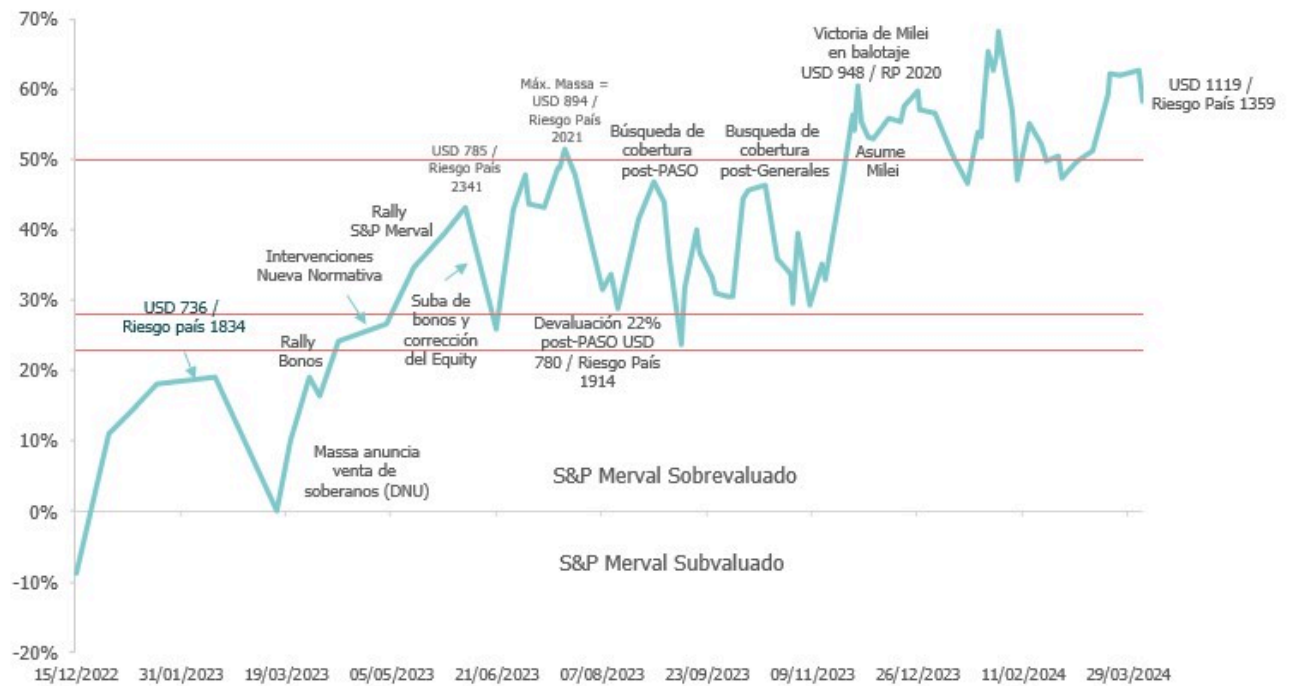
No obstante, creemos que la racha positiva para las acciones argentinas podría prolongarse mientras siga presente la percepción positiva de los inversores sobre las acciones que lleve adelante el Gobierno Nacional, ya que, de lo contrario, si ocurriera un evento negativo que ponga en duda la viabilidad de las medidas, podríamos ver un cambio de humor en los inversores que derive en un sell-off para el equity argentino.

Correlación 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.

Por último, si observamos los múltiplos de valuación del S&P Merval, tanto en términos de P/E como de P/BV el índice parece encontrarse en niveles razonables, principalmente si tenemos en cuenta las perspectivas futuras

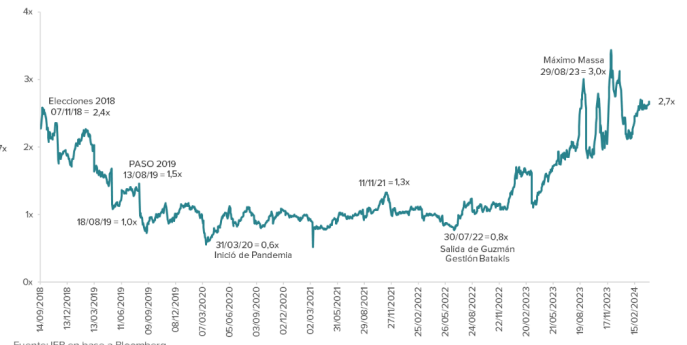
para las compañías argentinas. Ya que, si adoptamos una visión positiva a futuro en la que se logra llevar a cabo correctamente una recuperación de la economía con una adecuación de los precios relativos de la misma que facilite un crecimiento de las ventas con el consiguiente aumento en ingresos y márgenes, los múltiplos pasan a ser más interesantes.

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.

ACCIONES RECOMENDADAS

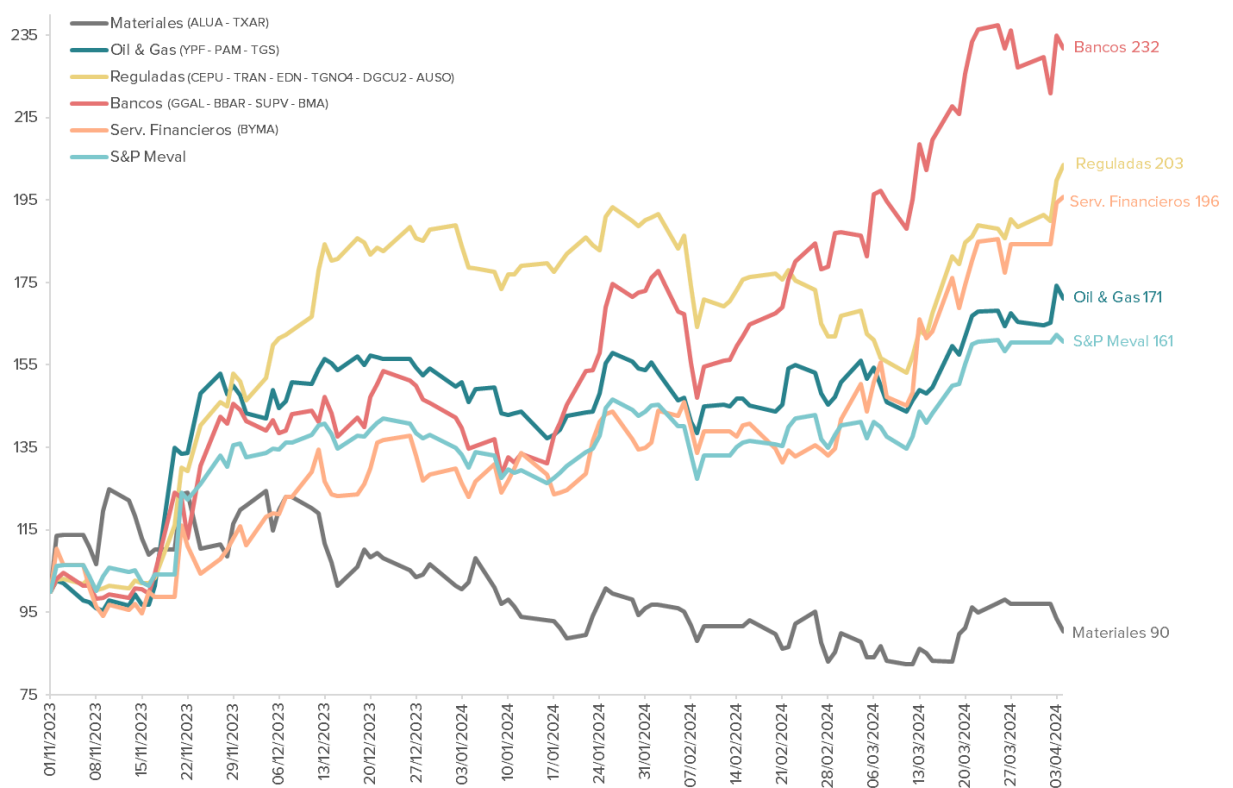
Nuestra estrategia y selección de acciones se mantiene sin cambios:

- Oil & Gas:** En el semanal pasado recomendamos tomar ganancia de las acciones de **Vista Energy (VIST)** luego del máximo histórico que alcanzaron tras el rally de febrero y marzo. Más allá de que consideramos que continúa siendo una muy buena historia a dichos valores nos parecía más interesante rotar a acciones de **Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)**, **Pampa Energía (PAMP)** e **YPF (YPFD)**. Seguimos con la misma estrategia; Oil & Gas es un sector que nos sigue resultando muy atractivo y con muy buenas perspectivas.



- **Reguladas:** También la estrategia de volver a posicionarnos en reguladas luego de la fuerte corrección que tuvieron durante febrero fue acertada. El sendero hacia una normalización de tarifas ya se ha materializado en el caso de las transportadoras y distribuidoras de gas natural, con la publicación en el Boletín Oficial de los incrementos tarifarios y las fórmulas para actualización mensual. Fue una buena señal para empresas como **Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)** y **Distribuidora de Gas Cuyana (DGPU2)**. Este sector nos resulta atractivo puesto que estimamos que las empresas volverán a rentabilizar sus negocios, mejorando ventas, márgenes y generación de caja. Nuestros recomendados en este sector se completan con **Central Puerto (CEPU)**, **Transener (TRAN)** y **Autopistas del Sol (AUSO)**.

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.
- **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. 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

Hoy se dará a conocer el informe mensual de empleo del Gobierno de los Estados Unidos, el cual se espera que muestre un incremento de más de 200.000 nuevos empleos no agrícolas para marzo. Si bien el mercado laboral viene mostrando cierta resiliencia, los despidos continúan aumentando, con el Gobierno estadounidense como mayor protagonista en el último mes, seguido por las compañías de tecnología, servicios y transporte que anunciaron despidos en el último trimestre, aunque menores a lo observado el año previo. **En contraposición, durante el mes de marzo se registraron 9.000 nuevas solicitudes iniciales de beneficios por desempleo, totalizando 221.000 a finales de mes.**

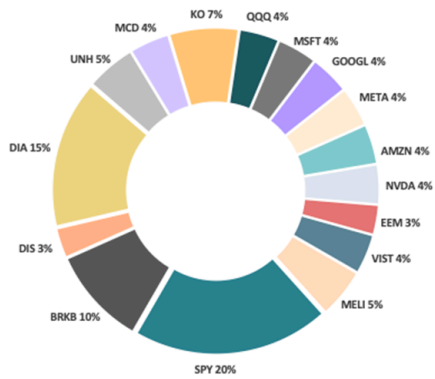
Por su parte, el mercado continúa esperando que la Reserva Federal comience con el recorte de tasas a mediados del año corriente, asignando alrededor de un 55% de probabilidad de que esto ocurra en la reunión que se llevará a cabo en junio de 2024.

Como resultado, el S&P 500 retrocedió hasta los 5.205 puntos en la rueda del martes, mientras que la tasa de los bonos del tesoro de EE.UU a 10 años se expandió hasta 4,36% durante la misma rueda, cerrando en 4,31% al cierre de ayer.

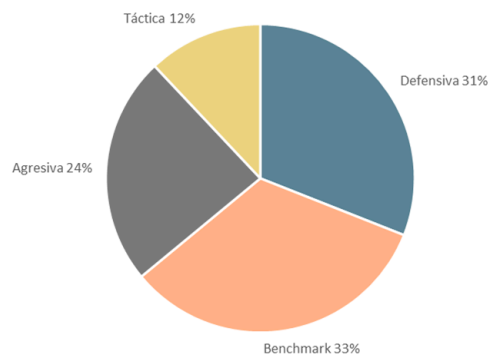
En el plano local, la cartera de CEDEARs obtuvo un rendimiento negativo de 4,31% en pesos, mientras que el dólar CCL retrocedió 2,61% durante el mismo periodo, lo que deja una caída en dólares de 1,75%. Mientras que, nuestro benchmark; el SPY (S&P 500) mostró una baja de 4,28%. Finalmente, el índice Dow Jones Industrial Average (DIA) y el Nasdaq 100 (QQQ) registraron bajas de 5,36% y 4,55% respectivamente.

	2024												Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		
Cartera	35,69%	-7,71%	5,93%	-4,31%	-	-	-	-	-	-	-	-	69,42%	11,15%
SPY	31,06%	-10,26%	4,21%	-4,28%	-	-	-	-	-	-	-	-	44,60%	11,15%
DIA	29,96%	-12,67%	3,69%	-5,36%	-	-	-	-	-	-	-	-	29,31%	10,05%
QQQ	30,96%	-10,30%	2,95%	-4,55%	-	-	-	-	-	-	-	-	39,78%	15,63%
CCL	29,98%	-16,47%	2,63%	-2,61%	-	-	-	-	-	-	-	-	21,95%	-
Cartera en USD	4,39%	10,49%	3,22%	-1,75%	-	-	-	-	-	-	-	-	43,75%	-

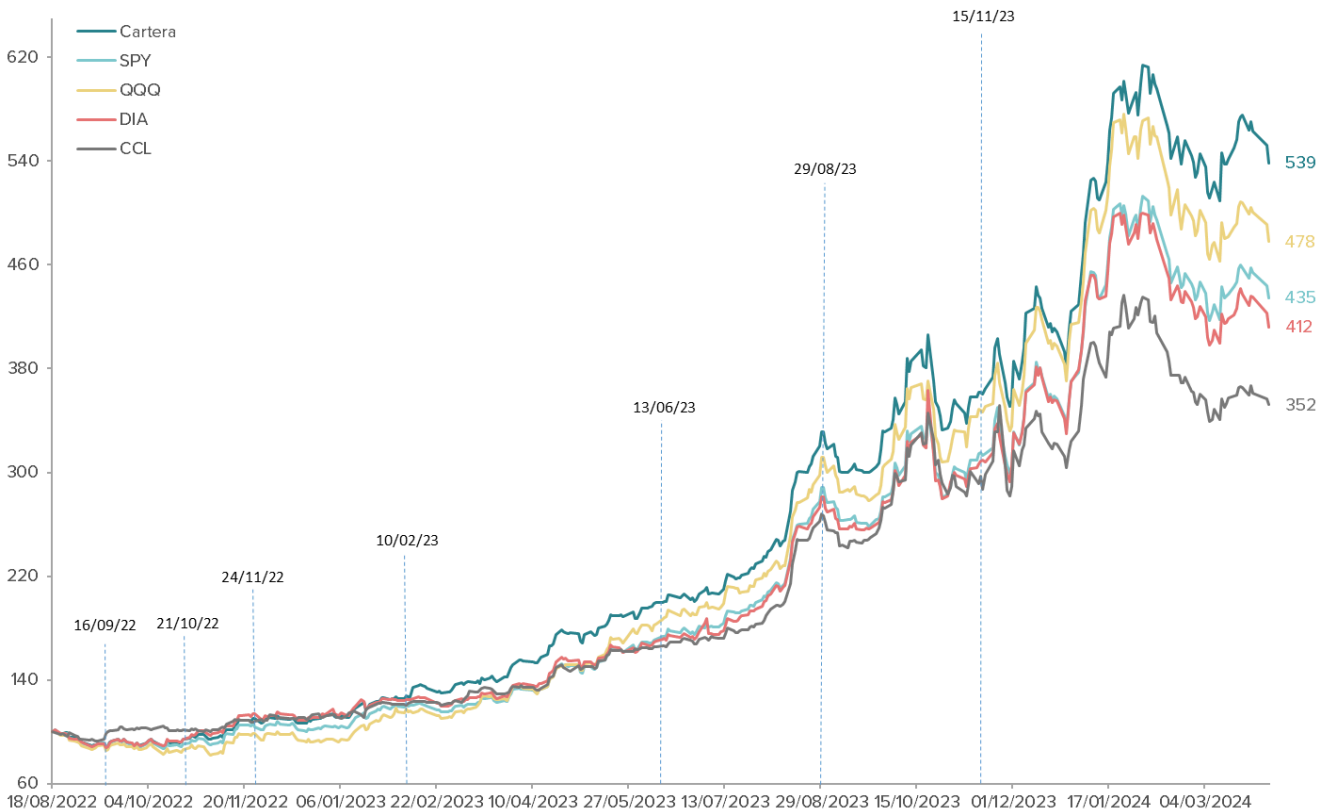
Cartera CEDEARs



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.