

31 de enero de 2025

Argentina Weekly

¿La nueva marcha desafía al mercado?

- El ICG presentó un resultado de 2,61 sobre 5 (52,2%), con una caída del 1,9% con respecto a diciembre. Más allá de la caída en el índice en dos meses consecutivos, **el gobierno de Javier Milei ha logrado sostener la confianza de forma contundente de la mano de resultados observables en materia económica, particularmente, el desplome de la inflación.**
- **La participación del Presidente en el Foro Económico Mundial en Davos generó revuelo** con un controvertido discurso que abarcó, además de la actualidad económica argentina, numerosos temas incluidos en la denominada **“batalla cultural” contra la “agenda woke”**: el exceso de estado, la ideología de género, el cambio climático, los derechos humanos, y la justicia social, entre otros.
- Este discurso desató una ola de críticas en redes sociales y llevó a la convocatoria a una marcha por parte de la oposición **¿Será esto la reactivación de lo que nosotros llamamos el “test social”?** Habrá que monitorear atentamente de qué forma afecta esta situación a la imagen del gobierno previo a las elecciones legislativas, o si logrará sortearla al igual que con la marcha en defensa de la universidad pública.
- **El Tesoro llevó a cabo una nueva licitación esta semana en la que enfrentaba vencimientos por \$8,8 BB y tomó \$6,6 BB logrando una tasa de rollover de 75%. Se estima que la renovación de privados estuvo en el orden de 50% dado que gran parte del TDE25 se encontraba intrasector público.** El miércoles comenzaron a operar los duales (tasa fija/TAMAR) ofrecidos en el canje que tuvieron una compresión respecto a la tasa a la que los ofreció el Mecon, subiendo más de 2% en el secundario.
- **La deuda HD rebotó esta semana 1,1% quedando prácticamente neutra en lo que va de enero.** Moody's recalificó a Argentina de Caa a Caa3 y mejoró la perspectiva de largo plazo de estable a positivo abriendo la posibilidad de mejoras futuras en la calificación a medida que la macro continúe ordenándose y continúen las reformas estructurales que incluyan levantamiento del cepo y mejora de competitividad a través de la quita de impuestos.
- **En una semana marcada por la irrupción de DeepSeek en el mercado de renta variable internacional, y principalmente en las acciones tecnológicas, las acciones argentinas continuaron con un proceso de corrección que llevó al índice S&P Merval a retroceder un 3,7% en dólares.** Recuperándose durante la rueda del miércoles tras la decisión de la FED de mantener la tasa de interés.
- **Mantenemos la cartera sin modificaciones dado que continúa mostrando buenos resultados,** con un 35% en el sector Oil & Gas, 35% en bancos, 20% en reguladas y 5% tanto en Real Estate como en Materiales.

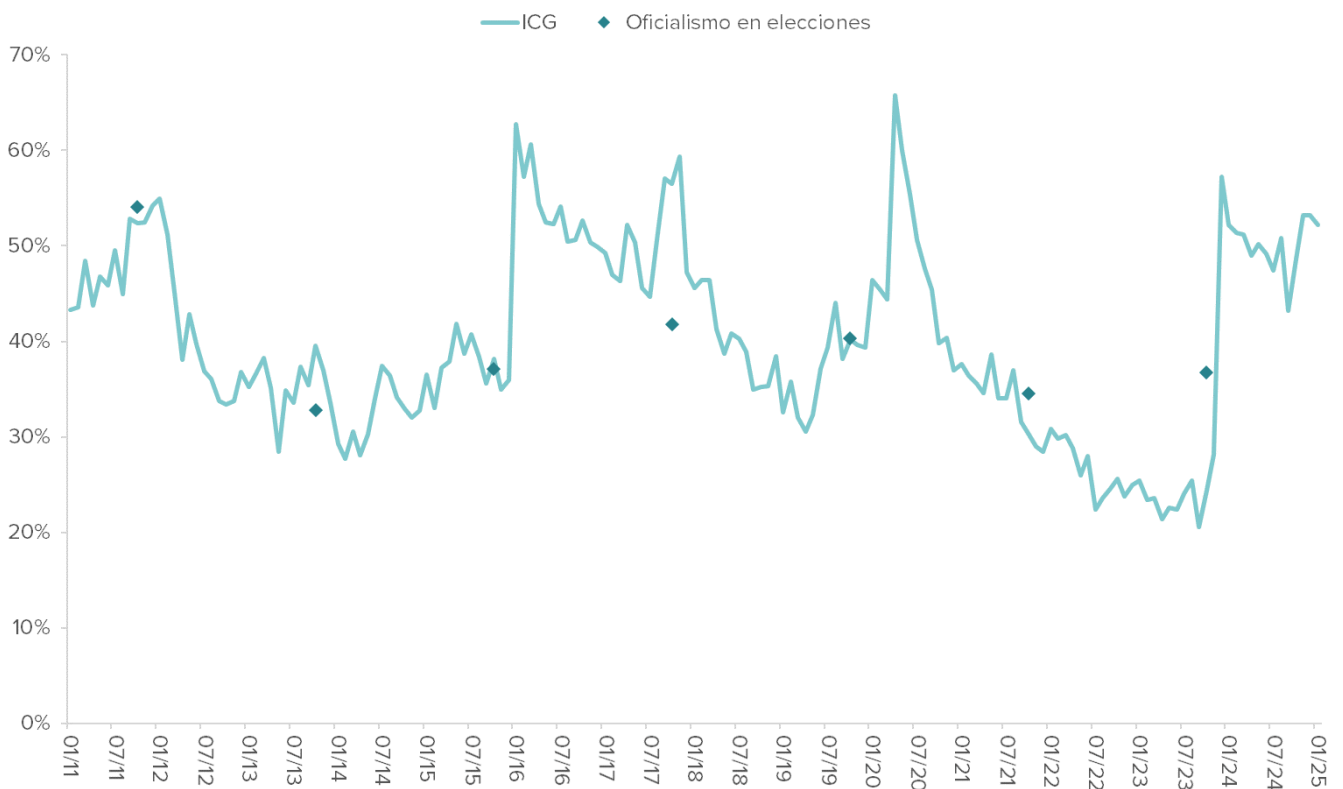
ECONOMÍA

La confianza cobra una importancia fundamental en un año electoral, como es el 2025, y más aún con el gobierno llevando adelante una política fiscal inédita para la Argentina, además de su discurso que llega para romper con la política tradicional. El principal termómetro del humor social con respecto al gobierno de turno viene siendo desde hace algunos años el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG), elaborado por la UTDT, además de ser un proxy para los votos obtenidos por el oficialismo en elecciones.

En su última publicación, el ICG presentó un resultado de 2,61 sobre 5 (52,2%), con una caída del 1,9% con respecto a diciembre (acumulando así dos meses consecutivos de caída) y tan sólo del 0,2% con respecto a enero de 2023. Más allá de la menor medición con respecto a meses anteriores y un año atrás, destacamos que el nivel actual de confianza se encuentra un 5,8% por encima del registrado en enero de 2017 (al comienzo del segundo año de mandato de Mauricio Macri) y un 38,9% por encima del de enero de 2021 (mismo período para Alberto Fernández).

En detalle, de los cinco componentes que forman al índice, uno sólo registró una variación positiva con respecto a diciembre: evaluación general del gobierno, la cual mejoró en un 2,5%. En el caso de los componentes restantes, la mayor caída se dio en la preocupación por el interés general (4,6%), seguido por la honestidad de los funcionarios (4,3%), capacidad para resolver los problemas del país (2,6%) y por último, la administración del gasto público (0,2%).

ICG vs. Resultados del oficialismo en elecciones



Fuente: IEB en base a UTDT

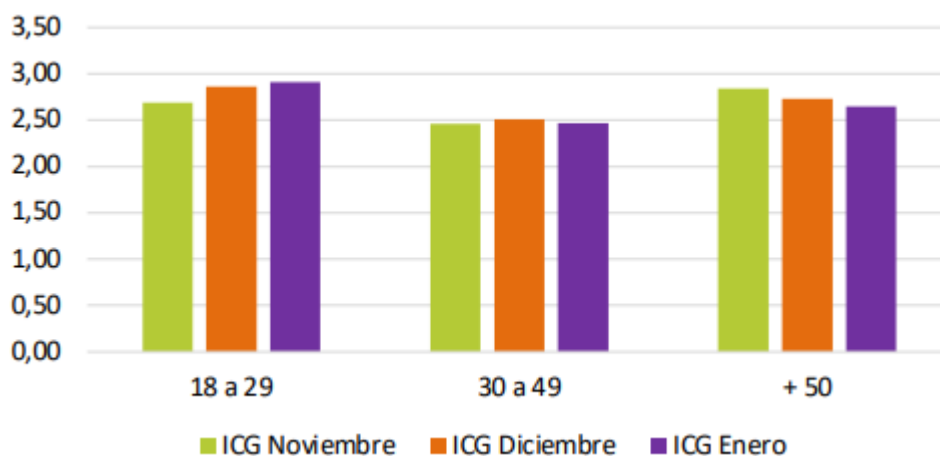
Más allá de la caída en el índice en dos meses consecutivos, y la caída generalizada de los componentes del mismo, nuestras conclusiones de la publicación del ICG en meses previos aún se sostienen: **el gobierno de Javier Milei ha logrado sostener la confianza de forma contundente de la mano de resultados observables en materia económica, particularmente, el desplome de la inflación.**

Pasando a otro tema relevante de la semana, a principio de año, en nuestro informe de perspectivas 2025, comentamos acerca del **objetivo de Javier Milei de posicionarse como un líder mundial para avanzar en la batalla cultural contra la denominada “agenda woke”**, siendo este posicionamiento el que lo alinea con Donald Trump en EE.UU., Giorgia Meloni en Europa, Benjamín Netanyahu en Israel, y Nayib Bukele en América Central. **La participación del Presidente en el Foro Económico Mundial en Davos, Suiza, resultó ser un claro exponente de esa búsqueda, con un controvertido discurso que abarcó, además de la actualidad económica argentina, numerosos temas incluidos en el espectro de esa “agenda woke”: la ideología de género, el cambio climático, y la justicia social, entre otros.**

Según el Presidente Milei, el fin del “wokismo” es simplemente justificar la expansión indiscriminada del Estado para cubrir, en primer lugar necesidades, y finalmente convertir deseos en necesidades o derechos. **Esta expansión indiscriminada del Estado se traduciría en una expansión también indiscriminada del gasto público, legislación absurda y sobrerregulación, y restricción a la libertad, todos puntos los cuales el gobierno de LLA se ha propuesto atacar en su gobierno.** Incluso llegó a referirse a la ideología “woke” como “la gran epidemia de nuestra época que debe ser curada”.

Este discurso desató una ola de críticas en redes sociales, particularmente por algunos de los ejemplos utilizados por parte del Presidente, con el colectivo LGBTQ rápidamente convocando a una marcha en rechazo a sus dichos. **La oposición se apalancó del descontento con los comentarios del Presidente, adhiriéndose a la manifestación la CTA, algunos gremios de la CGT y sectores de la izquierda, el radicalismo y el kirchnerismo.**

Desde el oficialismo se esforzaron por dejar en claro que el mensaje del Presidente fue malinterpretado, con el vocero presidencial asegurando que **desde el gobierno “respetan todas las decisiones en todos los ámbitos de las personas, incluso en cuestiones de género”**, buscando calmar las aguas. Hizo hincapié también en que el problema se da cuando detrás de causas nobles hay perversión y negocios.

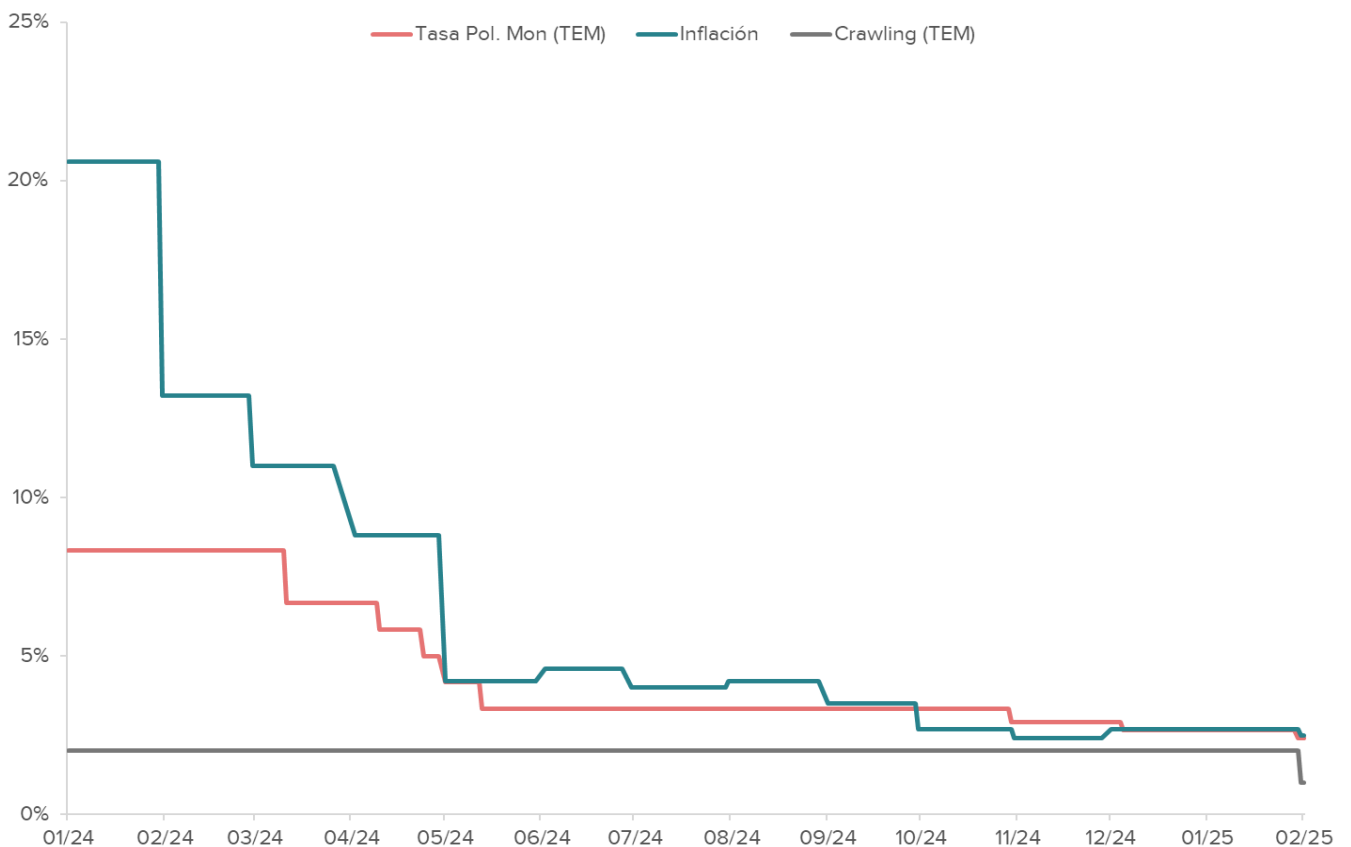


Desde la óptica de la vieja política dicho discurso quizás no tuvo el “timing” adecuado en un año electoral, pero si lo miramos desde la era de “los ingenieros del caos”, es quizás todo lo contrario. Habrá que seguir atentamente de qué forma afectará esto a la imagen del Presidente y el gobierno en su conjunto, más aún teniendo en cuenta que el mayor apoyo al gobierno (según el ICG) se da entre los más jóvenes, y que dentro de tan sólo algunos meses nos enfrentaremos a las elecciones legislativas **¿Será esto una reactivación del que nosotros llamamos “test social”?**

El Presidente se ha caracterizado desde el inicio de su trayectoria política por sus polémicas formas de comunicar su postura, que son también las que lo han llevado a ocupar el sillón de Rivadavia. Aún así, **no hay duda que la figura del Presidente ha dado de qué hablar no sólo localmente, sino también a nivel mundial, buscando instalarse como referente de lo que él llamó “una alianza internacional de todas las naciones que queremos ser libres y abrazar las ideas de la libertad”.**

Por último, destacamos que el BCRA dispuso en su última reunión de directorio bajar su tasa de política monetaria en 300 pbs en la previa a la entrada en vigencia del crawling peg al 1% mensual, llevándola de 32% TNA a 29% TNA. De acuerdo con el comunicado del BCRA, dicha decisión llega como respuesta a la “consolidación observada en las expectativas de baja de la inflación”, tal como se viene reflejando en los últimos REM. De esta forma, **el BCRA continúa haciendo un trabajo fino sobre las tasas de la economía, buscando alinear los rendimientos en pesos con los movimientos del tipo de cambio oficial, evitar movimientos bruscos en los tipos de cambio financieros, y continuar con el proceso de desinflación que se viene consolidando desde hace algunos meses.**

Tasas de la Economía



Fuente: IEB en base a BCRA e Indec

DEUDA EN PESOS

El Tesoro llevó a cabo una nueva licitación esta semana en la que enfrentaba vencimientos por **\$8,8 BB** y tomó **\$6,6 BB** logrando una tasa de rollover de **75%**. Se estima que la renovación de privados estuvo en el orden de **50%** dado que gran parte del TDE25 se encontraba intrasector público. De esta manera el Tesoro inyectara liquidez al sistema en un momento donde el stock de Lefis es de apenas \$3 BB en los bancos privados y los pases activos alcanzan \$0,8 BB. Por otra parte, el canje del T2X5 tuvo una aceptación en torno a 20%.

Las tasas de corte de la licitación estuvieron en línea con el secundario, con una canasta que incluía instrumentos muy cortos y muy largos, concentrándose la mayor parte de las ofertas en el nuevo boncap 2027 (T15E7) que se llevó el 70% de la colocación.

Resultado Licitación del Tesoro 29/01/25 (En ARS MM)						
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado
S14M5	14/3/2025	\$ 850.682	\$ 790.807	\$ 962.017	2,40%	12,78%
S28A5	28/4/2025	\$ 674.807	\$ 612.359	\$ 750.139	2,26%	9,89%
T15E7	15/1/2027	\$ 4.586.293	\$ 4.362.026	\$ 4.362.026	2,05%	70,47%
TZXM7	31/3/2027	\$ 445.752	\$ 424.858	\$ 523.425	7,66%	6,86%
Total		\$ 6.557.534	\$ 6.190.050	\$ 6.597.607		100%

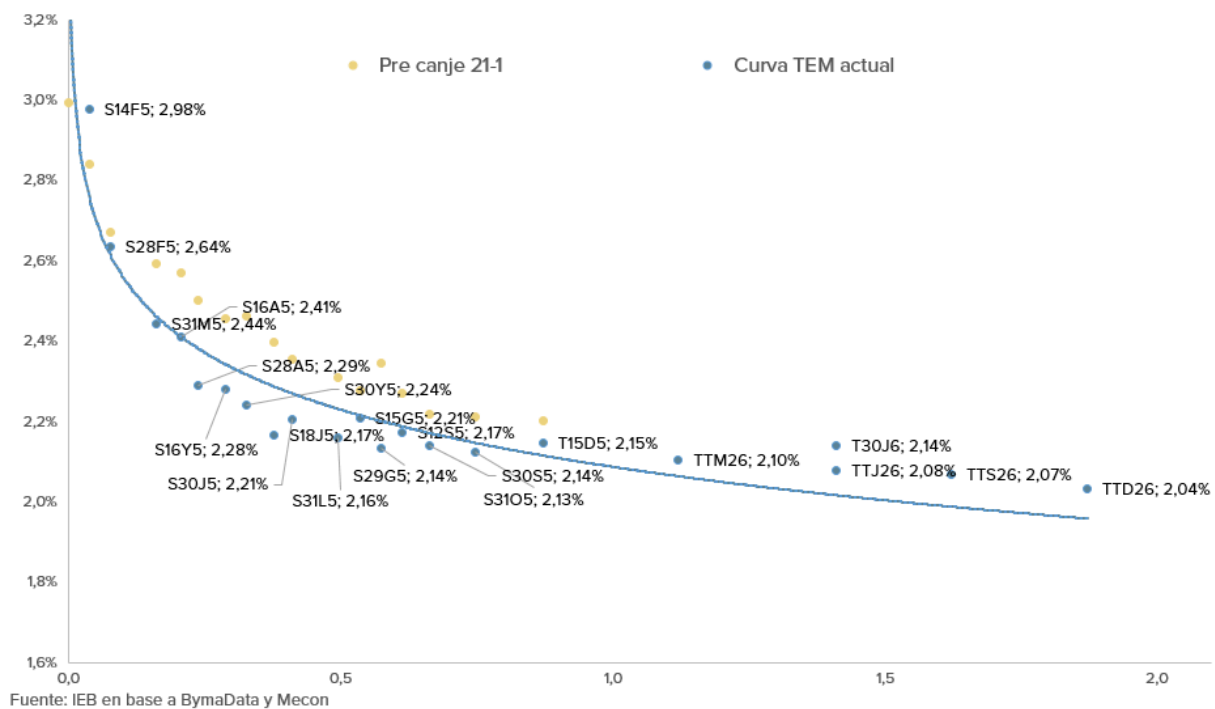
Fuente: IEB en base a Mecon

El miércoles comenzaron a operar los duales (tasa fija/TAMAR) ofrecidos en el canje que tuvieron una compresión respecto a la tasa a la que los ofreció el Mecon, subiendo más de 2% en el secundario. Actualmente los duales operan 6 bps mensuales por debajo de la lecap de junio 2026 (T30J6) otorgándole poco valor a la opcionalidad de tasa variable.

Los títulos ya tienen parcialmente en precio un recorte de tasas de 300 bps que el central decidió realizar ahora dado que no tendría tanto problema respecto a la brecha y la liquidación en el MULC luego de la baja de retenciones que aceleraría la liquidación del agro.

Por otra parte la curva sigue invertida en el tramo 2025 priceando un sendero de inflación a la baja y sucesivos recortes de tasas. El tramo medio comprimo mucho luego del anuncio del canje de la semana pasada operando en la zona de 2,10%-2,20% TEM. **Respecto a la curva de tasa fija preferimos devengar tasa bien cortos o apostar a una compresión extra en el tramo largo post baja de tasas.**

Curva de Lecaps/Boncaps/Duales

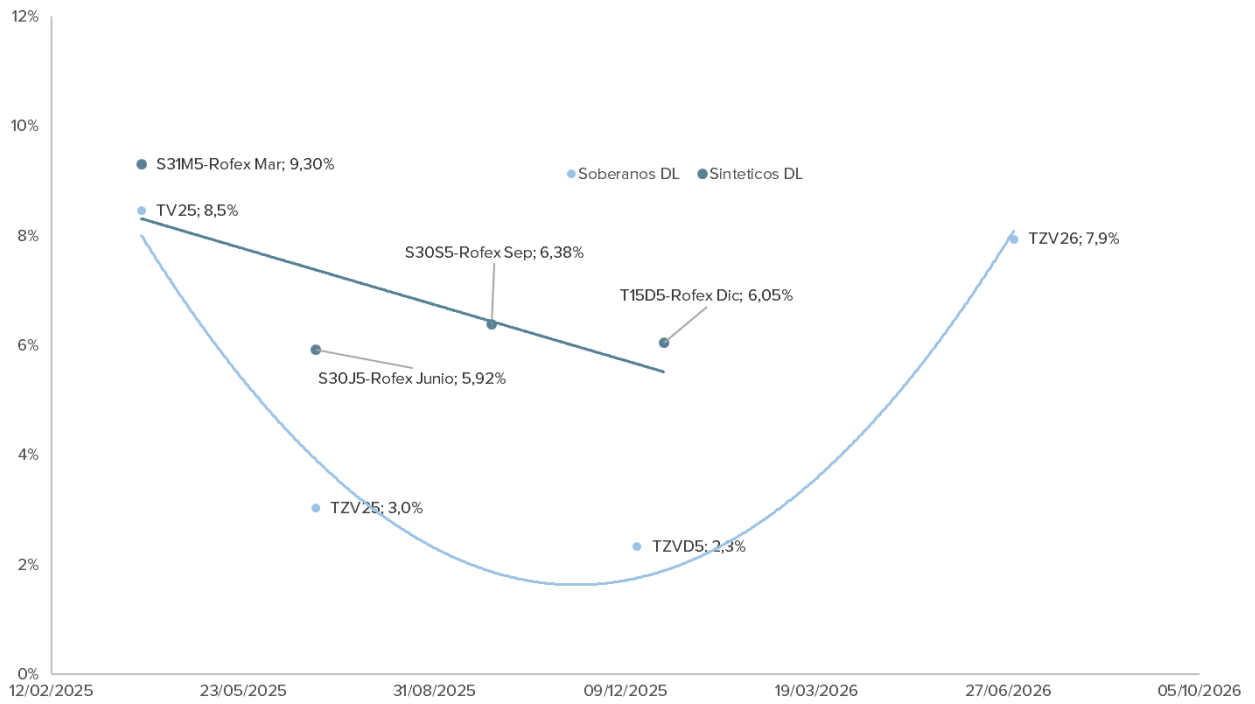


Respecto a la curva CER continuamos viendo valor en el tramo medio y largo a partir del segundo semestre 2026 donde las tasas forwards siguen siendo altas y los bonos HD le ponen un techo a la TIR de los bonos CER.

Los bonos soberanos DL operan en DL+2,3% con vencimiento en diciembre 2025 y DL+3% para junio 2025, quedando la cobertura cambiaria a través de sintéticos DL con lecaps mucho más barata con TIRs para el mismo tramo entorno a DL+6%. Rofex por su parte sigue priceando una devaluación mensual en torno a 1,6% para todo 2025.

La oferta de dólares en el CCL aumentará de corto plazo con la reducción de retenciones dado que el agro acelerara la liquidación permitiendo tener la brecha controlada. En este sentido vemos conveniente pesificar cierta parte de la cartera para llevar a cabo una estrategia de carry en el corto plazo.

Sinteticos DL vs curva Soberanos DL



Fuente: IEB en base a BymaData y Rofex

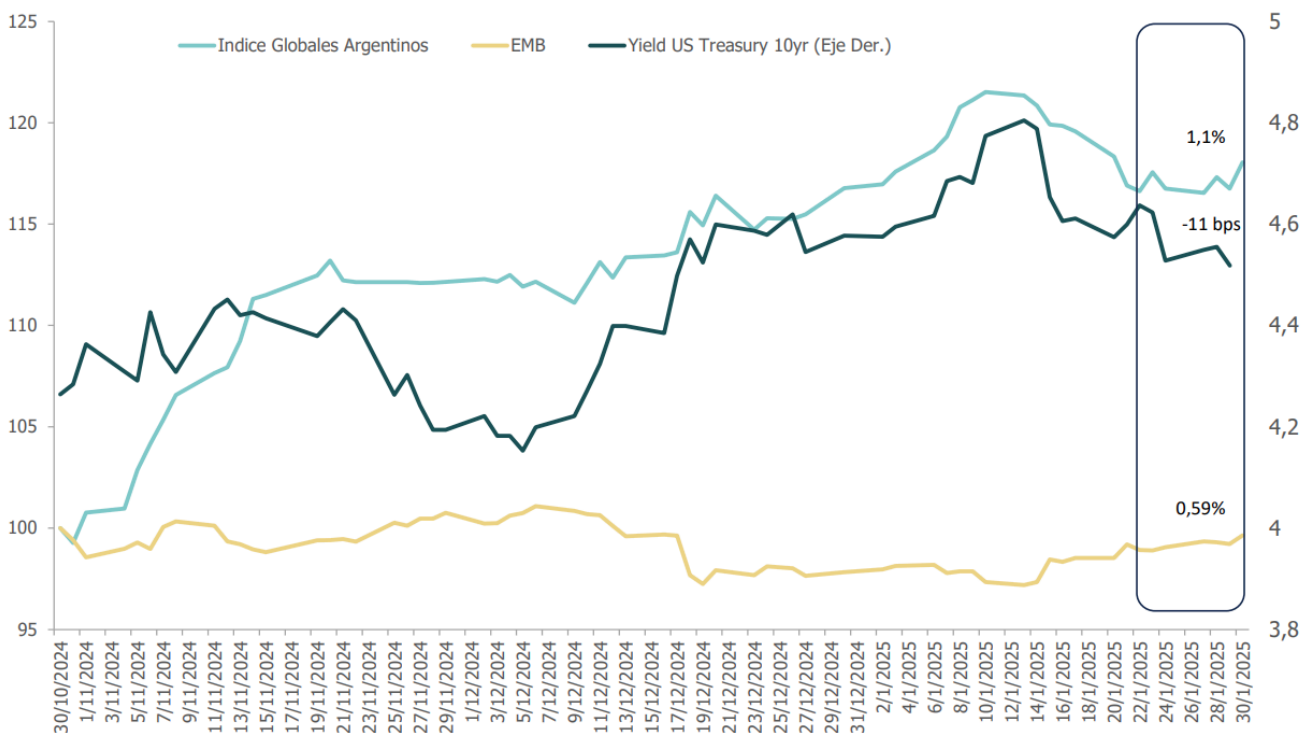
DEUDA EN DÓLARES

La deuda HD rebotó esta semana 1,1% quedando prácticamente neutra en lo que va de enero. Los créditos emergentes tuvieron una buena semana subiendo casi 0,60% en promedio con la tasa del Tesoro a 10 años cayendo 11 bps.

Moodys recalificó a Argentina de Caa a Caa3 y mejoró la perspectiva de largo plazo de estable a positivo abriendo la posibilidad de mejoras futuras en la calificación a medida que la macro continúe ordenándose y continúen las reformas estructurales que incluyan levantamiento del cepo y mejora de competitividad a través de la quita de impuestos.

Si se compara a Argentina contra el promedio de países de mismo ratings en indicadores claves como deuda como % del PIB, resultado fiscal y cuenta corriente los resultados del último año se ubican muy por arriba del promedio. Por el momento no hay nada que nos haga pensar que los resultados del gobierno vayan a desviarse demasiado de los resultados conseguidos el año pasado, por lo que si se logran las reformas de fondo los bonos locales tienen mucho valor todavía. El mercado a estos precios se muestra optimista aunque todavía no muestra euforia. El upside que seguimos viendo para la deuda en un escenario optimista es entre 20-30% en dólares.

EMB vs. Globales (Base 100 = 30.10.24)



Fuente: IEB en base LSEG.

EQUITY ARGENTINO

En una semana marcada por la irrupción de DeepSeek en el mercado de renta variable internacional, y principalmente en las acciones tecnológicas dada la “amenaza” que representa para el liderazgo de las compañías estadounidenses en el sector. Consideramos que el impacto de esta en el mercado americano, no se tradujo en un “sell-off”, sino más bien en una rotación y refugio en activos de menor riesgo. Si bien los índices del mercado de EE.UU. fueron impactados negativamente, se ve claramente que dicho impacto fue mayor en el QQQ (Nasdaq); en el cual la ponderación de las acciones tecnológicas es mayor, en menor medida en el SPY (S&P 500) con ponderaciones importantes pero menores a la anterior y neutro a levemente positivo en el DIA (Dow Jones) caracterizado por una fuerte presencia de compañías del tipo “value”.

Otra manera de ver el efecto es que sectores como el financiero, salud, consumo, seguros y otros, tuvieron impactos positivos (es decir, incrementos en sus precios). El impacto fue de una magnitud considerable dada la gran capitalización que representan “las siete magníficas” (NVDA, MSFT, GOOGL, AMZN, etc).

En el plano local las acciones argentinas continuaron con un proceso de corrección que llevó al índice S&P Merval a retroceder un 4,8% en moneda local, siendo de 3,7% la caída en dólares. Situación que continuó agravándose tras el fallo de la Corte Suprema de EE.UU. avalando el embargo de fondos depositados en una cuenta del Banco Central en la Reserva Federal en el marco del juicio entre Argentina y los fondos de inversión que contaban con deuda en default desde 2001.

S&P Merval (en USD CCL y ajustado por inflación de EE.UU.)



Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

No fue entonces hasta la rueda del miércoles donde el equity comenzó a recuperarse tras la decisión del a Reserva Federal de Estados Unidos de mantener la tasa de interés en el rango de 4,25% - 4,50%, llevando a una ganancia del 5% en dólares para el índice de acciones locales, principalmente impulsado por el sector bancario que continuó con el rally.

Por su parte, los precios internacionales del crudo continuaron disminuyendo durante la semana, hemos mencionado en varios semanales que por fundamentos (esto es el juego que se anticipa entre la oferta y la demanda de crudo a futuro) se estima que el precio del Brent convergería a una zona entre los USD 65 a USD 70. El impacto de los anuncios de Donald Trump de potenciar la producción, explotación y exportación de combustibles fósiles (que más allá de los dichos, tardará en materializarse) no hizo más que contribuir a presionar los precios del petróleo. Esto continúa impactando sobre la cotización de las acciones argentinas del sector Oil & Gas dado que implica menores precios realizados para las compañías de cara a los próximos resultados trimestrales.

Continuando con lo ocurrido en el sector de Oil & Gas durante la semana, YPF (YPF) ha logrado concluir un acuerdo de exportación de Gas Natural Licuado (GNL) en el marco del proyecto “Argentina LNG” por hasta USD 7.000 MM por año, y prevé firmar contratos con otras compañías que le permitirán exportar hasta 4 millones de toneladas adicionales. A lo que se suma el memorándum firmado con compañías de la India para la exportación de 10 millones de toneladas adicionales por año. Sin dudas, una apuesta que favorecerá los ingresos de la compañía de cara a los próximos años y le permitirá a Argentina y a la compañía posicionarse como un jugador clave en el mercado global de GNL.

Mientras que en lo atinente al sector bancario argentino, esta semana comenzó a negociarse en el mercado secundario el cupón (GGALX) que habilita la suscripción de acciones de Grupo Financiero Galicia (GGAL) a un precio de USD 5,832 por acción local. Dicha negociación, termina el día 5/2 y otorga el derecho a suscribir una acción ordinaria de GGAL, pagando el precio mencionado anteriormente a dólar cable.

GGALX	
US\$ MEP	\$ 1.170
US\$ CCL	\$ 1.178
US\$ CCL Implícito GGAL	\$ 1.185
Precio local	\$ 8.210,0
Canje (CCL /MEP)	1,0066
Cupones x acción	89,54398
Precio suscripción (US\$)	\$ 5,382
Valor CCL Precio Suscripción (AR\$)	\$ 6.340,8
Valor cupon arbitrado 100% (AR\$)	\$ 20,87
Valor ADR Implícito (US\$ GGAL Implícito)	\$ 69,28
Valor ADR (US\$ CCL)	\$ 69,69
Valor ADR Actual	\$ 69,28

Fuente: IEB en base a GGAL & BymaData

Quien quiera ejercer dicho derecho debe contar con 89,54398 cupones y luego realizar el pago del precio de suscripción (USD 5,382) en USD CCL en el exterior. No será posible el pago de dicho monto en pesos o en USD locales.

Venimos monitoreando la cotización de dicho cupón contra el valor teórico que arbitra la operación al realizarse esta suscripción por debajo del valor de mercado de la acción. Vemos que el diferencial entre el valor arbitrado y el valor a que se negocia tiene un “*spread*” muy bajo que promedia el 3%. Dado que el pago de la suscripción (en caso de que el accionista decida hacerlo) debe realizarse en USD CCL en el exterior, y el mínimo “*spread*” que existe entre el valor arbitrado y el de mercado, nuestra recomendación para inversores minoristas es que vendan dichos cupones en el mercado secundario.

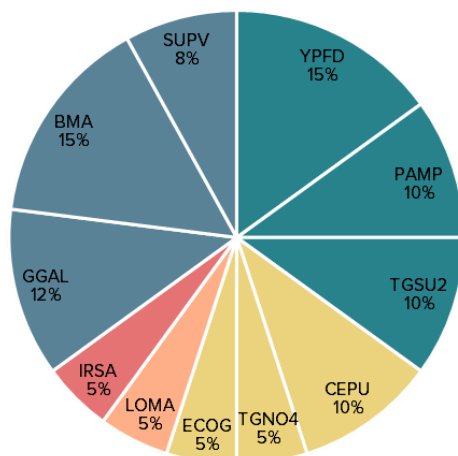
Cartera y estrategia

A pesar de la contracción que experimentan los precios internacionales del crudo, vemos conveniente continuar asignando un 35% de la cartera al sector Oil & Gas, a través de YPF (YPFD), Pampa Energía (PAMP) y Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) dado que son compañías que logran atenuar correctamente el impacto en la baja de los precios del crudo. Mientras que en el sector bancario continuamos asignando el 35% de la cartera en Banco Macro (BMA), Grupo Financiero Galicia (GGAL) y Grupo Supervielle (SUPV) luego del rebalanceo comentado en nuestro semanal anterior, el cual creemos que fue acertado y ha mostrado buenos resultados.

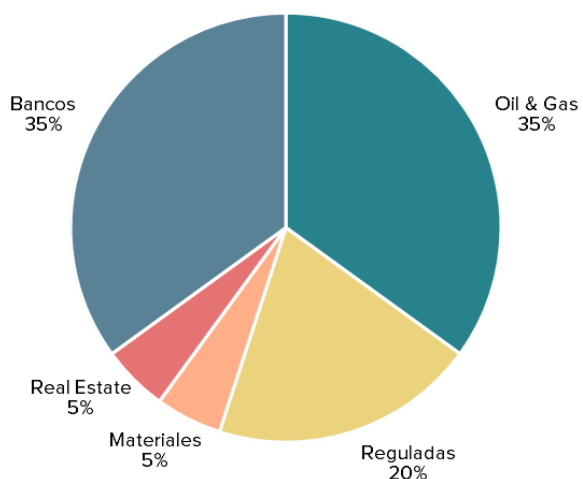
Por otro lado, mantenemos el 20% de la cartera posicionado en el sector regulado a través de Central Puerto (CEPU), Transportadora de Gas del Norte (TGNO4) e Inversora de Gas del Centro (ECOG), última modificación dentro del sector, dado que representa una mayor área de cobertura a través de DGCU2 y DGCE con un mayor potencial de crecimiento futuro, ante las posibilidades de expansión de su red de distribución de gas.

Finalmente, el 10% restante lo mantenemos asignado en partes iguales a Real Estate y Materiales a través de IRSA Inversiones y Representaciones (IRSA) y Loma Negra (LOMA).

Cartera de Equity Argentino



Cartera por Sector



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

CAROLINA TORRES CABRERA

Analista - Renta Fija

ctcabrera@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@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.