

7 de febrero de 2025

Argentina Weekly

¿Cuándo alcanzará la inflación el 1% mensual?

- **El BCRA publicó ayer por la tarde el REM de enero, el cual continuó con la baja de expectativas de inflación de relevamientos previos y pronosticó una inflación del 2,3% para enero.** En el caso de todo el 2025, se pronostica una inflación del 23,2%. **Ahora quedamos a la espera del dato del IPC Nacional que el Indec publicará el próximo jueves.**
- De todas formas, el foco hoy no está puesto en el dato en concreto (a menos que se publique un dato sumamente negativo con un repunte de la inflación), **sino más bien en cuándo logrará la inflación romper la barrera del 2% y acercarse al 1%.** Difícilmente se dé dicha situación en la próxima publicación del Indec: **dicho acercamiento se daría recién pasado julio, aunque dada la continua baja de expectativas inflacionarias desde hace algunos meses, podría llegar a anticiparse.**
- A comienzos de la semana, **ARCA (ex-AFIP) publicó la recaudación de enero, con la misma incrementándose un 5,6% interanual y un 12,0% contra diciembre.** Dado el camino de reducciones de impuestos, resulta indispensable que la recaudación de impuestos ligados al nivel de actividad repunte, para así asegurarse que reducciones de impuestos no impliquen ceder el equilibrio fiscal.
- En la semana en la que debutó el crawling al 1%, con un previo recorte de tasas de 300 pbs, **la curva de tasa fija no reaccionó, mostrando que ya estaba metido en precios esta baja de tasas e incluso el tramo largo corrigió, evidenciando que quizás el recorte esperado era aún mayor.** Tanto la tasa de plazo fijo como la de caución cayeron casi 500 pbs y ampliaron el diferencial con respecto a la tasa de política monetaria, lo que muestra la mejora en la liquidez del sistema.
- **Los bonos HD se desacoplaron de sus pares emergentes esta semana, con los títulos locales cayendo 1,3% en promedio contra una suba de casi 0,5% del EMB, por lo que la corrección parece estar motivada por factores idiosincráticos pese a que los fundamentals no cambiaron.** La curva soberana local volvió a invertirse levemente con un diferencial de rendimientos de casi 2% entre los bonos cortos y largos.
- **A pesar de una semana negativa para el equity global** -las medidas arancelarias anunciadas para México, Canadá y China por parte de Estados Unidos y el impacto del “Efecto DeepSeek” en los resultados de las big tech- **continuamos con una visión constructiva para el equity argentino para 2025 manteniendo nuestro objetivo del S&P Merval en 3.000 puntos en USD CCL para fin de año.**
- **Mantenemos la cartera sin modificaciones de cara a la presentación de resultados del 4T24,** con un 35% en el sector Oil & Gas, 35% en bancos, 20% en reguladas y 5% tanto en Real Estate como en Materiales.

ECONOMÍA

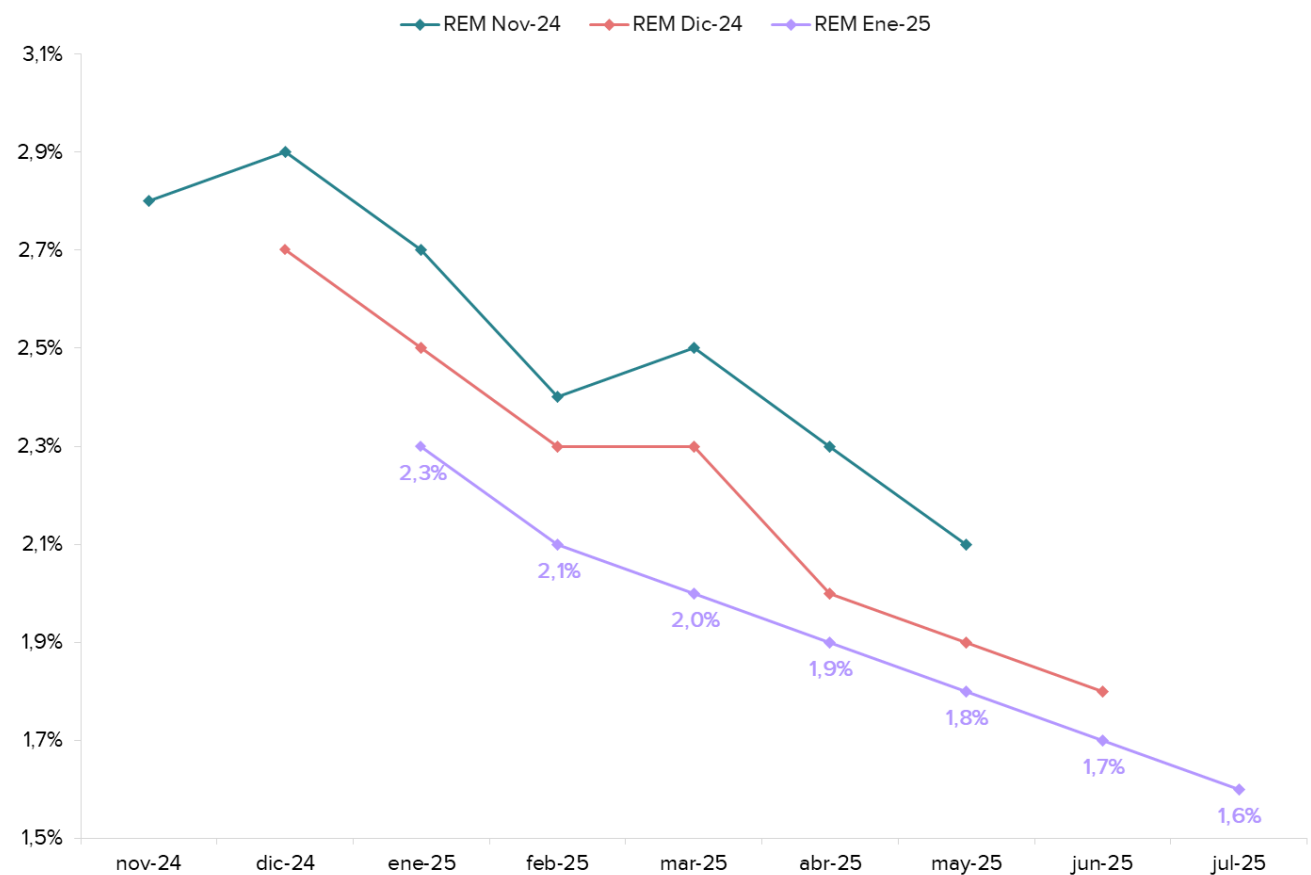
A tan sólo una semana de la baja de tasa de política monetaria (con la “baja en las expectativas de inflación” siendo el principal fundamento detrás de la decisión), y la entrada en vigencia del “crawling peg” al 1,0% mensual, el BCRA publicó ayer por la tarde el REM de enero. La encuesta corroboró dicha baja de expectativas, con la inflación esperada hasta julio presentando una baja importante con respecto al relevamiento previo.

En concreto, **los consultados pronosticaron una inflación para enero del 2,3%**, en línea con las mediciones de alta frecuencia de numerosas consultoras privadas, lo cual implicaría un retorno al camino de desaceleración de la inflación luego del repunte observado en diciembre hasta 2,7%, el cual el REM anticipó correctamente.

La baja de expectativas con respecto a diciembre se dio a lo largo de todo el tramo comprendido entre enero y julio de 2025, con su respectivo impacto sobre la inflación de todo el año. En esta oportunidad, **el REM pronosticó una inflación esperada del 23,2% para el 2025, representando una baja de 2,7 p.p. con respecto al REM de diciembre** y acercándose a la inflación presentada en el Presupuesto 2025.

Para el IPC Núcleo, sin embargo, la situación resultó un tanto diferente, pronosticando para enero el mismo nivel de 2,4% anticipado en la encuesta de diciembre, siendo además la baja en expectativas más moderada que para el nivel general del IPC. De todas formas, el camino descendente para los próximos meses se sostuvo.

Expectativas de inflación - REM



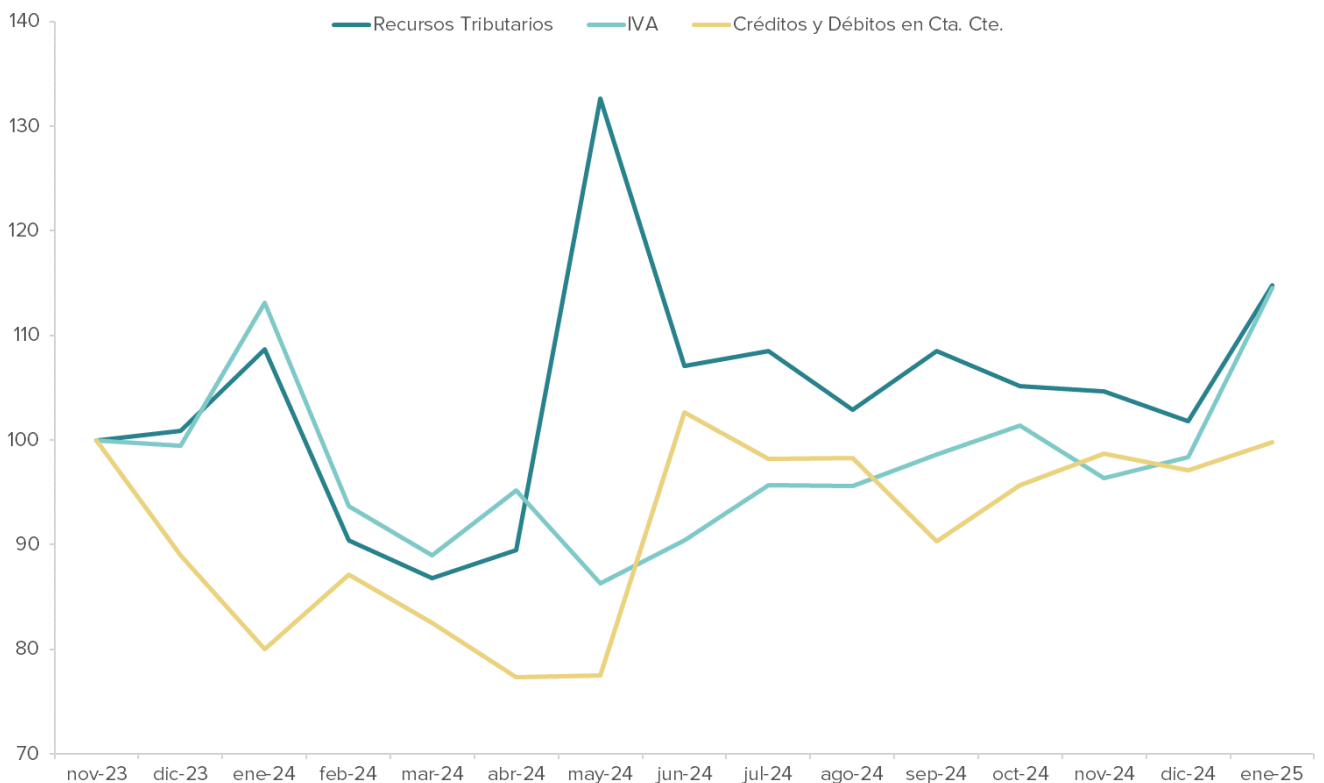
Fuente: IEB en base a BCRA

Ahora quedamos a la espera del dato de inflación que el Indec publicará el próximo jueves, con la publicación del IPC de CABA hoy mismo sirviendo como anticipo del dato del Indec. De todas formas, el foco hoy no está puesto en el dato en concreto (a menos que se publique un dato sumamente negativo con un repunte de la inflación), **sino más bien en cuándo logrará la inflación romper la barrera del 2% y acercarse al 1%**, a lo cual ha apuntado el gobierno directamente con la baja del “crawling peg” al 1,0% mensual. Difícilmente se dé dicha situación en la próxima publicación del Indec, y según el REM tampoco se dará en el próximo mes, siendo la inflación esperada para febrero del 2,1%. **Dicho acercamiento se daría recién pasado julio, aunque dada la continua baja de expectativas inflacionarias desde hace algunos meses, podría llegar a anticiparse.**

Agregamos también que el relevamiento se ha alineado con el plan cambiario del gobierno, anticipando el “crawling peg” al 1,0% mensual sin sobresaltos a lo largo del año.

Por otro lado, a comienzos de la semana **ARCA (ex-AFIP) publicó la recaudación de enero, teniendo significación especial dado que se trata del primer mes completo con el efecto de la eliminación del impuesto PAIS.** Pese a la eliminación de este tributo que fue el mayor sostén para la recaudación en el 2024, **la recaudación presentó una variación interanual positiva del 5,6%**, empujado principalmente por el impuesto a las Ganancias con un incremento interanual del 50% (dada la restitución de la cuarta categoría de este impuesto con la aprobación de la Ley de Bases), sumado a los ingresos por Seguridad Social, los cuales se incrementaron en un 40%.

Recaudación Tributaria ajustada por inflación (nov-23 = 100)



Fuente: IEB en base a ARCA

No obstante, actualmente la discusión no está centrada en la mejora con respecto al año pasado, sino más bien en la recomposición de los ingresos fiscales a lo largo de este año con una mirada en la dinámica mes a mes. Dada la reducción temporal en las retenciones, sumado a la intención del equipo económico de continuar disminuyendo la carga impositiva en su mandato (como ha quedado demostrado también con las modificaciones a los impuestos internos a los autos), resulta indispensable que la recaudación de impuestos ligados al nivel de actividad repunte luego de un 2024 no tan positivo en lo que se refiere a ingresos fiscales, incluso con los ingresos extraordinarios por el blanqueo, impuesto PAIS y el REIBP. Esto cobra aún más fuerza dado el compromiso del actual gobierno con el equilibrio fiscal, y que el grueso del ajuste sobre el gasto público ya fue realizado el año pasado. **Una recomposición de los ingresos será necesaria para asegurarse que bajas de impuestos no impliquen ceder el equilibrio fiscal, con el gobierno ya asegurando que todas las medidas serán analizadas en detalle para evitar que esto suceda.**

En esta línea, en el análisis mes a mes se observa un crecimiento del 12,0% en el total de los recursos tributarios, destacando el incremento del 17,0% en la recaudación por IVA (sin netear de devoluciones) y del 2,0% en el impuesto a los Créditos y Débitos Bancarios, dos tributos estrechamente relacionados con el nivel de actividad. **De esta forma continúa la tendencia registrada desde hace varios meses, con la recaudación de estos dos impuestos incrementándose luego de hacer piso en mayo, acompañando al nivel de actividad.**

A su vez, agregamos la importancia de la suspensión de las PASO aprobada ayer en la Cámara de Diputados. El bloque libertario se llevó una importante victoria legislativa gracias a la fragmentación del bloque de Unión por la Patria, el cual aportó 25 votos para aprobar el proyecto, con 24 miembros absteniéndose. Así, el calendario electoral se modificaría levemente, con la definición de alianzas y candidatos siendo postergada de mayo a agosto.

Económicamente hablando, este es un hecho relevante y una noticia positiva para el equipo económico dado que, **de aprobarse definitivamente en el Senado, le daría un cierto respiro al gobierno para acercarse a las “condiciones necesarias” para la salida del cepo** (el cual el propio Presidente ya aseguró no existirá en 2026), además de **brindarle la posibilidad de recomponerse de los posibles impactos negativos que dicha salida podría acarrear** con el menor impacto posible en las urnas (por ejemplo, volatilidad cambiaria). En dos semanas se tratará el proyecto en el Senado y, **de repetirse la fragmentación de la oposición, el oficialismo tendría los votos suficientes para confirmar la suspensión y ganar tiempo muy valioso en un 2025 con el cepo como foco.**

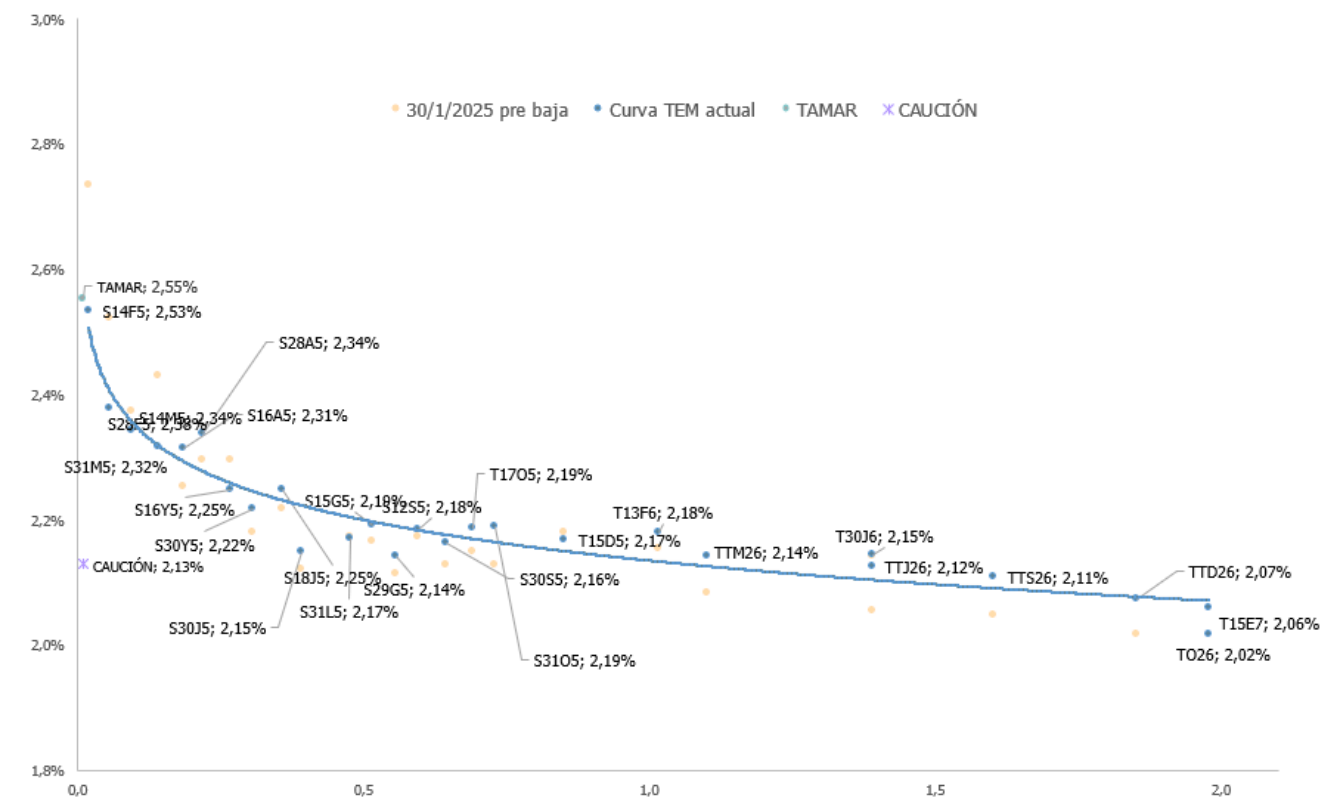
DEUDA EN PESOS

En la semana en la que debutó el crawling al 1%, con un previo recorte de tasas de 300 pbs, la curva de tasa fija no reaccionó, mostrando que ya estaba metido en precios esta baja de tasas e incluso el tramo largo corrigió evidenciando que quizás el recorte esperado era aún mayor. Los Duales operan apenas 3 pbs por debajo de los Boncaps, por lo que para quienes quieran estar largos preferimos estos títulos que tienen una opcionalidad prácticamente gratis. De esta forma, la curva de tasa fija adoptó una forma mucho más plana.

Tanto la tasa de plazo fijo como la de caución cayeron casi 500 pbs y ampliaron el diferencial con respecto a la tasa de política monetaria, lo que muestra la mejora en la liquidez del sistema. El stock de Lefis en manos de privados había llegado a \$2,3 BB a finales de enero y los depósitos en pesos del Tesoro son de apenas \$4,3 BB. **En caso de mantenerse el límite de la base monetaria amplia a medida que la demanda de dinero siga creciendo, empezaremos a ver presiones sobre las tasas reales de la economía.**

Con respecto a la curva CER, esta semana estuvo operando mixta. Es importante mencionar que vemos que la curva esta pesada luego del rally que tuvieron a fines del año pasado y principio del corriente año. El tramo medio opera con una TIR en torno a CER+7% y el tramo largo con rendimientos similares, en torno a CER+8%.

Curva de Lecaps/Boncaps/Duales



Fuente: IEB en base a BymaData y Mecon

Respecto a los bonos soberanos DL, estos operan con TIRs de DL+4% para diciembre 2025 y DL+7% para junio 2026. El sendero de devaluación breakeven contra la curva de tasa fija es consistente con un cierre de la brecha para final de año, mientras que los contratos de Rofex, que corrigieron levemente después de varios días de suba, siguen priceando un crawling muy por arriba de 1% para todo 2025.

Por otra parte la inflación breakeven se ubica en 20,8% para 2025 con una inflación mensual promedio de 1,70% para los primeros 4 meses de este año. El REM de enero proyecta una inflación de 21,9% para los próximos 12 meses por lo que se encuentra bastante alineado.

En el día de hoy se conocerá el dato de inflación de CABA de enero, que servirá de proxy para la inflación nacional que se publica el jueves 13. Los datos de alta frecuencia están mostrando una inflación para enero en torno al 2,3%, al igual que el REM.

Devaluación breakeven curva DL vs tasa fija				Devaluación Rofex
Bonos	Mes	Devaluación implícita	Devaluación acumulada	Devaluación implícita
TZVD5-T15D5	ene-25	2,0%		
	feb-25	1,0%	1,0%	1,79%
	mar-25	1,0%	2,0%	1,60%
	abr-25	1,0%	3,0%	1,68%
	may-25	1,0%	4,1%	1,65%
	jun-25	1,0%	5,1%	1,67%
	jul-25	1,0%	6,2%	1,65%
	ago-25	1,0%	7,2%	1,61%
	sep-25	1,0%	8,3%	1,62%
	oct-25	1,0%	9,4%	1,68%
	nov-25	1,0%	10,5%	1,74%
	dic-25	15,5%	27,6%	1,82%
TZV26-T30J6	ene-26	1,0%	28,9%	
	feb-26	1,0%	30,1%	
	mar-26	1,0%	31,4%	
	abr-26	1,0%	32,8%	
	may-26	1,0%	34,1%	
	jun-26	1,0%	35,4%	

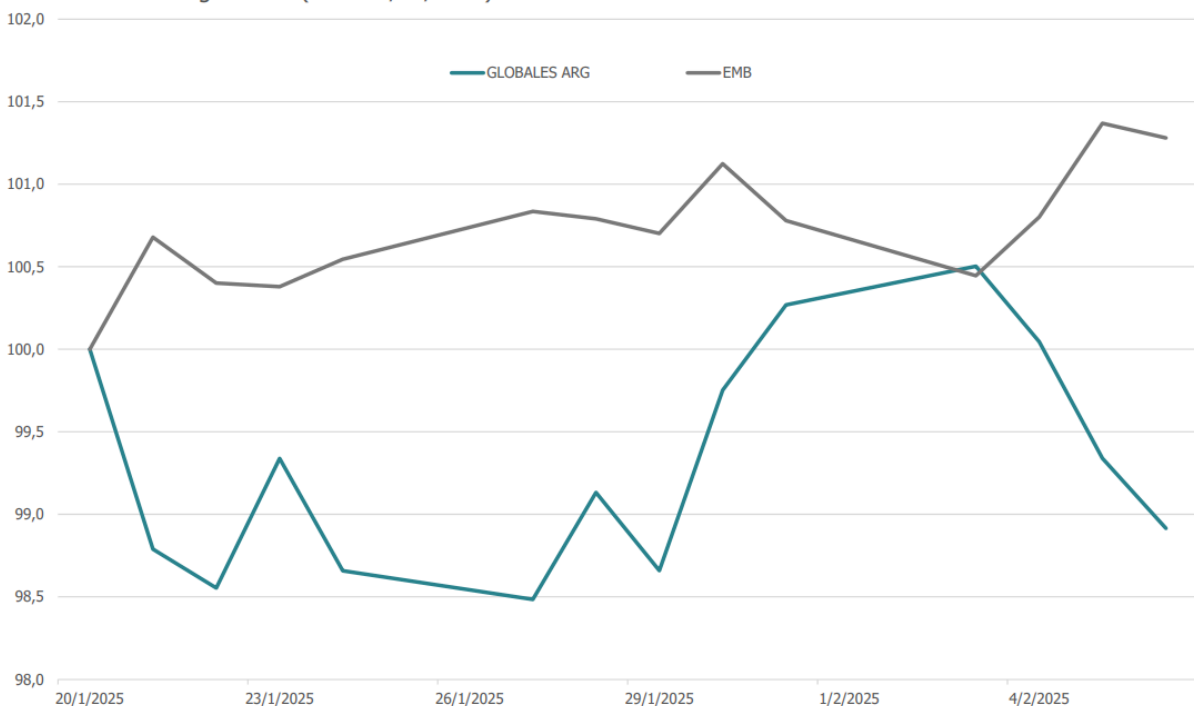
DEUDA EN DÓLARES

Los bonos argentinos se desacoplaron de sus pares emergentes esta semana, con los títulos locales cayendo 1,3% en promedio contra una suba de casi 0,5% del EMB, por lo que la corrección parece estar motivada por factores idiosincráticos pese a que los fundamentales no cambiaron. La curva soberana local volvió a invertirse levemente con un diferencial de rendimientos de casi 2% entre los bonos cortos y largos.

Luego de la baja de retenciones en la última semana de enero el BCRA logró hacerse de USD 185 MM en el MULC, cerrando el primer mes del año con compras por USD 1.617 MM. A partir de esta semana entró en vigor la baja del crawling, que debería desacelerar la demanda de dólares de importadores y acelerar las liquidaciones dado que el retorno por estar posicionados en pesos es de 2,5% TEM vs 1% de la devaluación mensual del tipo de cambio oficial.

El ritmo de compras del BCRA no había mostrado una aceleración significativa hasta el día de ayer, cuando la autoridad monetaria acumuló USD 326 MM. De todas formas, cabe mencionar que el Tesoro ya tiene dólares en cuenta propia por alrededor de 75% de los vencimientos de julio de este año, por lo que el repago de amortizaciones y cupones de este año parece estar asegurado. Por otra parte, el Ministro de Economía aclaró que un nuevo acuerdo con el FMI no implicaría ninguna corrección del tipo de cambio oficial.

Indice Globales Arg vs EMB (100=20/01/2025)



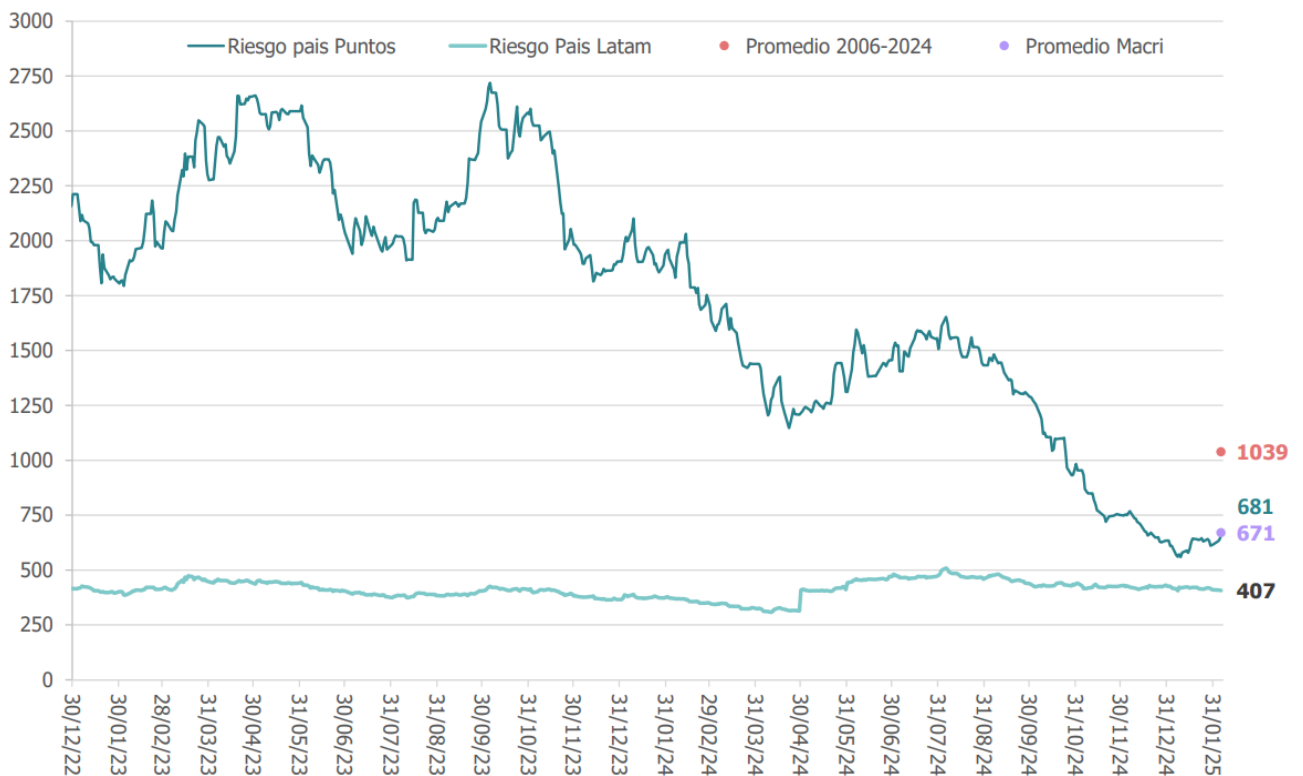
Fuente: IEB en base a LSEG

El mercado sigue de cerca la negociación del Gobierno con el staff del FMI que podría traer fondos frescos y adelantar la salida del cepo. En este sentido, en la entrevista que brindó esta semana, el Ministro de Economía dejó en claro que la salida del cepo no solo depende de recomponer el balance del BCRA sino que es condición previa que la demanda de dinero aumente. Específicamente, la Base Monetaria debe igualar a la Base Monetaria Amplia, es decir, resta eliminar el stock de pasivos remunerados del central que suman \$10,5 BB y los depósitos en pesos del Tesoro.

En el día de ayer la Cámara de Diputados aprobó la suspensión de las PASO. Esto le da espacio al gobierno para llegar a las elecciones legislativas con mejores indicadores económicos, dado que la primera ronda se pasaría de agosto a octubre. Dentro de dos semanas se tratará en el Senado, con posibilidades de confirmar la suspensión si la oposición vota fragmentada.

El riesgo país se ubica en registros máximos en lo que va del año (660 pbs), 25 pbs por arriba de lo que había cerrado el 2024. **Los fundamentales no cambiaron demasiado: el gobierno sigue insistiendo con el ancla fiscal y cambiaria, sumada a una estricta política monetaria que permita desacelerar la evolución de los precios. Los catalizadores para los bonos en este año son la salida del cepo y las elecciones de medio término, eventos a los que le asignamos una alta probabilidad de un desenlace favorable.**

Evolución Riesgo País Argentina vs Latam (2023-2024)



Fuente: IEB en base a LSEG

EQUITY ARGENTINO

Las acciones comenzaron la semana con una fuerte corrección tanto en el mercado internacional como local tras anunciarse medidas arancelarias para México, Canadá y China por parte de Estados Unidos durante el fin de semana. Sin embargo, las negociaciones que se llevaron a cabo durante la rueda llevaron a morigerar las pérdidas luego de anunciarse la postergación de las medidas para el caso de México y Canadá. Aún así, la mejora en el clima internacional no logró detener las pérdidas en el mercado local, lo cual llegó luego de la entrevista a Luis Caputo y la conferencia mensual del FMI donde las declaraciones sobre el acuerdo entre Argentina y el Fondo Monetario Internacional ayudaron a mejorar las perspectivas para las acciones argentinas.

Creemos que esta corrección es natural dentro de un mercado de equity como el argentino, más aún si tenemos en cuenta que el S&P Merval en dólares acumuló un retorno de más del 120% durante el año previo, superando máximos históricos de 2018. Por lo tanto, como expresamos en nuestro semanal anterior, continuamos con una visión optimista para las acciones argentinas con un escenario base que lo ubicaría en los USD 3.000, es decir, un retorno superior al 40% desde los valores actuales.

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



Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

Las compañías reguladas recibieron un impulso adicional el viernes previo tras la resolución emitida por la Secretaría de Energía que designó un incremento del 4% a la remuneración de la energía base, la cual comenzó a regir desde comienzos de mes, junto a un ajuste en la tarifa estacional de la electricidad. A lo que se sumó una reducción de los subsidios tanto para la energía eléctrica como para el gas natural, junto con un incremento del 2,2% para el precio del gas natural (en el punto donde se inyecta), lo que se tradujo también en un aumento para los precios de transporte. El sector de transporte y distribución de gas también recibió incrementos tarifarios para

febrero que, si bien estuvieron por debajo de la inflación de diciembre, impactan positivamente en mantener la recomposición tarifaria en términos reales.

Los anuncios en el sector no terminaron allí, dado que en el mismo día, Central Puerto anunció que incrementará su participación accionaria a través de Proener S.A.U. en AbrasSilver desde el 4% actual hasta un 9,9% una vez finalizada la transacción. Esto le permitiría a la compañía minera realizar los estudios de factibilidad para el proyecto Diablillos de plata y oro ubicado en Salta y Catamarca, lo que dará lugar a definir la fecha de construcción de la mina.

A continuación y dado que ya contamos con el calendario tentativo de presentación de resultados de las compañías argentinas consideramos interesante hacer un breve comentario sobre lo que esperamos en cada sector en términos de resultados.

Calendario de presentación de Resultados 4T24					IEB
A definir		Miércoles 05/02	Jueves 06/02	Viernes 07/02	
Macro Globant	TGN aluar	edenor		IRSA	
Lunes 10/02	Martes 11/02	Miércoles 12/02	Jueves 13/02	Viernes 14/02	
	CRESUD	Bioceres Crop Solutions		Ternium	
Lunes 17/02	Martes 18/02	Miércoles 19/02	Jueves 20/02	Viernes 21/02	
			mercado libre		
Lunes 24/02	Martes 25/02	Miércoles 26/02	Jueves 27/02	Viernes 28/02	
		VISTA	tgs Transener		
Lunes 03/03	Martes 04/03	Miércoles 05/03	Jueves 06/03	Viernes 07/03	
		Grupo Galicia Pampaenergía BBVA	BYMA LOMA RECA Biotec y Muestreo Argentino	YPF	
Lunes 10/03	Martes 11/03	Miércoles 12/03	Jueves 13/03	Viernes 14/03	
SUPERVIELLE Central Puerto telecom	Mirgor VALO	CH		SCP SOCIEDAD COMERCIAL DEL PLATA S.A.	

Fechas tentativas que pueden sufrir modificaciones. Calendario que iremos actualizando a medida que surja más información.

🔥 Oil & Gas: Consideramos que reportarán un buen trimestre, más allá de menores precios promedio del crudo que redundarán en menores precios realizados. Dicho esto, esperamos incremento en los volúmenes de producción de las empresas que logran compensar, en parte, dicha baja en precios realizados. Estaremos atentos a la evolución en dólares de los costos de extracción (“Lifting costs”), los mismos venían con una tendencia a la baja pero en los últimos trimestres comenzamos a notar una reversión de la tendencia dado el incremento en los costos en dólares.

Bancos: Consideramos que este trimestre será, a grande rasgos, muy similar al anterior; aunque esperamos que la tendencia en el crecimiento de préstamos continúe acelerándose. Como hemos mencionado anteriormente, consideramos que ya en el 3T, o en este último trimestre, los ROE de los bancos deberían hacer piso. Los rendimientos por la exposición a Títulos Públicos continuarán menguando y el retorno por negocios de banca tradicional (si bien consideramos que continuará su crecimiento) es aún incipiente. Por otra parte, la menor inflación en el período impactará de forma positiva en los resultados de los bancos.

Materiales: La recuperación de la actividad económica comenzará a impactar positivamente en las empresas de materiales. Si bien, comparado contra el 4T23 esperamos aún caídas, estimamos que sectores como construcción y producción automotriz tendrán un impacto positivo en las ventas de las empresas del sector.

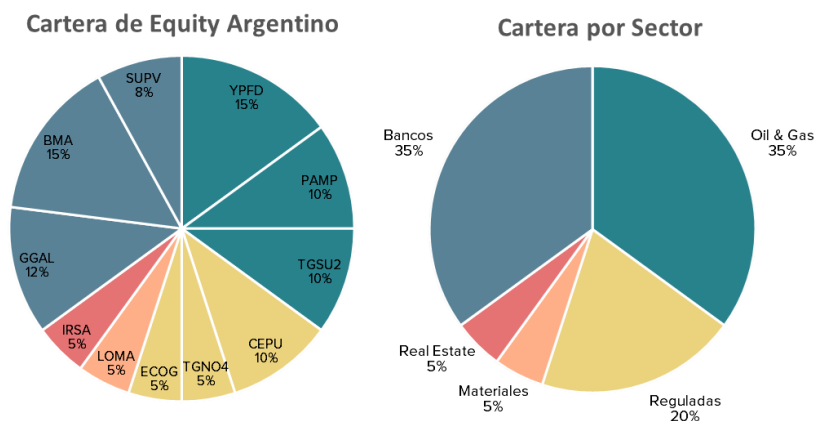
Reguladas: La recomposición tarifaria continuó durante el trimestre con incrementos que se encontraron por encima de la inflación,. Nuevamente esperamos un muy buen resultado para las compañías del sector, especialmente cuando la comparación se haga contra el 4T23 (en el que no impactaron los incrementos tarifarios). En términos de volúmenes, queda claro que en lo que concierne a distribución de gas y por cuestiones estacionales; estos serán menores. Generación, transporte y distribución de energía eléctrica deberían mostrar incrementos.

Cartera y estrategia

Dado lo expuesto en el apartado anterior, vemos conveniente mantener el 35% de la cartera ubicado en el sector Oil & Gas, a través de YPF (YPFD), Pampa Energía (PAMP) y Transportadora de Gas del Sur (TGSU2), ya que son compañías que creemos lograrán atenuar la caída en los precios internacionales del crudo durante el último trimestre de 2024. Mientras que en el sector bancario mantenemos el 35% de la cartera en Banco Macro (BMA), Grupo Financiero Galicia (GGAL) y Grupo Supervielle (SUPV) dado que se continúa observando un incremento en los préstamos al sector privado, lo que creemos impulsará una mejora en los ROE.

También, 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), dado que esperamos que continúen mostrando una mejora en ingresos tras la recomposición de tarifas ocurrida en 2024.

Por último, 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).



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.