

1 de marzo de 2024

# Argentina Weekly

## Transitando el "test político"

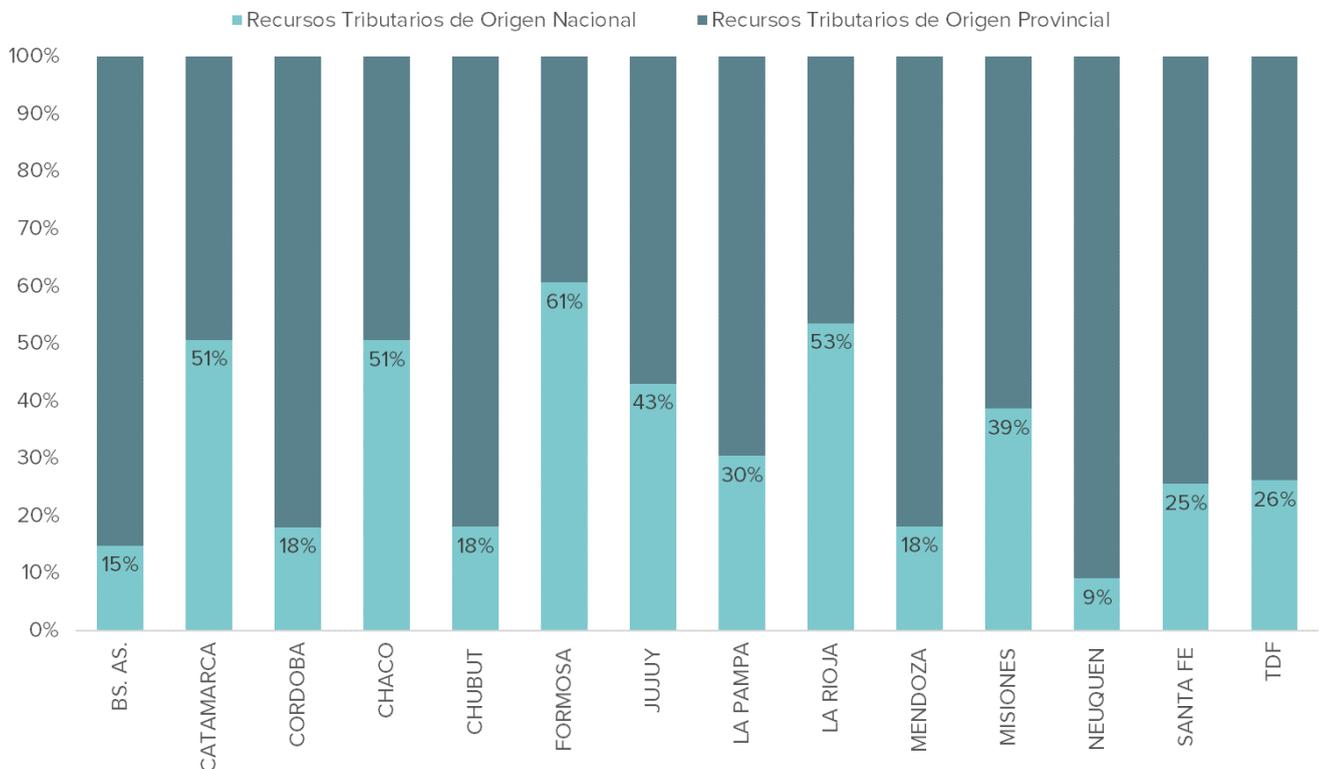
- El gobierno se encuentra transitando el momento más difícil desde su asunción: el "test político" del primer trimestre, con la relación entre Milei y los gobernadores provinciales en su momento de máxima tensión y una gran cantidad de ruido llegando desde las provincias en medio del fuerte recorte que pega de lleno en las gobernaciones más dependientes de fondos extraordinarios de nación. De todos modos, nuestro escenario base es que el gobierno logrará superar el test de viabilidad política, encontrándonos en un cambio de época en que el sentimiento de "la calle" cobra más importancia que las peleas por cajas de la política.
- De todas formas, el índice de confianza en el gobierno elaborado por la UTDT continúa dando cierto margen positivo al gobierno de Milei para continuar llevando a cabo un fuerte ajuste fiscal con el objetivo de déficit cero y reducción de la inflación. La contracara del ajuste es una feroz caída en el salario real que impacta en el nivel de actividad económica dejando en evidencia una alta resiliencia en la calle.
- El conflicto entre el gobierno nacional y las provincias, no solo tuvo un impacto en la deuda subsoberana sino que en las dos primeras ruedas de esta semana afectó a los títulos soberanos que cayeron 3,5%. El Gobierno Nacional está forzando a las provincias a ordenar sus cuentas por lo que el mercado puede empezar a ser más selectivo en relación a la deuda subsoberana. Creemos que la situación de una provincia en particular no debería tener impacto sobre la deuda soberana dado que el gobierno está decidido a no hacerse cargo de los desequilibrios fiscales de las provincias.
- En relación a los bonos en pesos, sigue existiendo una oportunidad en los bonos CER licitados por el Tesoro dado que tienen el bid del central y permiten devengar una tasa muy atractiva con el CER corriendo a 20% mensual. Por otra parte también resulta interesante el sintético tasa fija a abril con TV24 que consiste en la compra del bono dólar linked y la venta del contrato de dólar futuro a abril que rinde una tasa efectiva mensual arriba de 9% mensual.
- Continuamos teniendo una posición de cautela en el mercado de renta variable argentino. Nuestra visión de un mercado sin señales claras que le den impulso en conjunto con una valuación en términos generales que aún luce sobre valuada apunta a un mercado que continuará lateralizando en el rango de valores que venimos observando: USD 850 / USD 1000 puntos.
- Esta semana arranca de lleno la temporada de presentación de resultados de las principales compañías argentinas. En general esperamos que el sector bancario sea de los que mejores resultados tengan por su exposición a títulos públicos. Reguladas, debería sentir el impacto del atraso tarifario y la aceleración de la inflación mientras que otras compañías que seguramente se vean afectadas serán Telecom Argentina y Mirgor.

## ECONOMÍA

**El gobierno se encuentra transitando el momento más difícil desde su asunción: el “test político” del primer trimestre, con la relación entre Milei y los gobernadores provinciales en su momento de máxima tensión** y una gran cantidad de ruido llegando desde las provincias en medio del fuerte recorte que pega de lleno en las gobernaciones más dependientes de fondos del gobierno nacional. A esto se agrega el fracaso de la Ley de Bases y Puntos de Partida para la Libertad de los Argentinos en el Congreso. De todos modos, pese a las turbulencias en el Congreso y en el interior, nuestro escenario base es que el gobierno logrará superar el test de viabilidad política, encontrándonos en un cambio de época en que el sentimiento de “la calle” cobra más importancia que las peleas por cajas de la política.

En primer lugar, el gobernador de Chubut dio comienzo a los reclamos desde el interior luego de la retención de fondos coparticipables por casi un tercio del total destinado a la provincia patagónica, argumentando la ilegalidad de dicha medida y amenazando con detener el envío de petróleo y gas desde su provincia. A Chubut se le sumó La Rioja no pudiendo afrontar vencimientos de deuda por USD 26 MM, acusando dificultades económicas a raíz de la inflación, la devaluación y la quita de fondos por parte del gobierno nacional, siendo estos una de las principales fuentes de ingresos para esta provincia (más del 50% de los ingresos tributarios provienen del gobierno nacional, y la dependencia se torna aún mayor al agregar el impacto de las transferencias discrecionales y las provenientes de fondos fiduciarios).

Recursos Tributarios de origen Nacional y Provincial

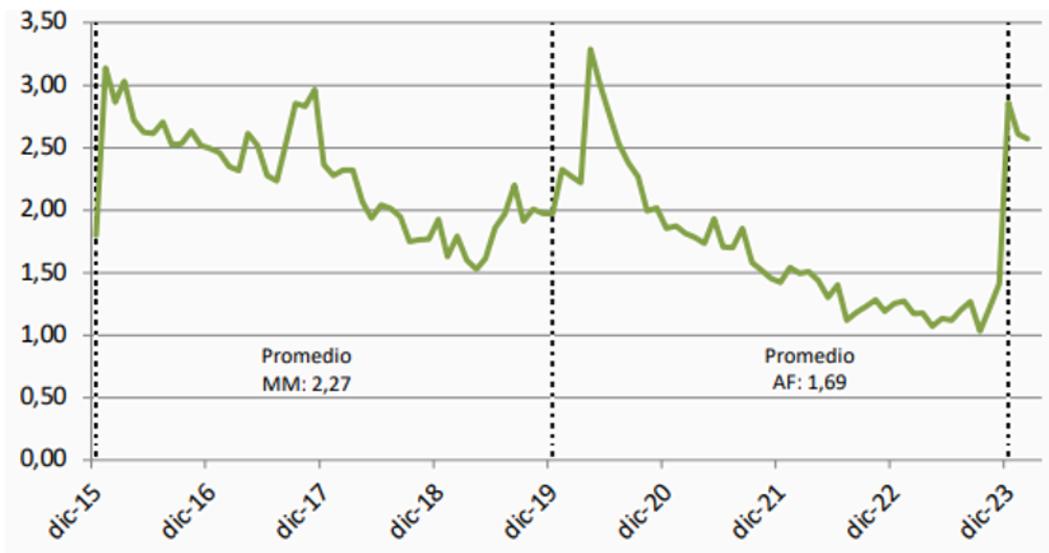


Fuente: IEB en base a DNAP

Los demás gobernadores comenzaron a acoplarse rápidamente a los reclamos, con uno de los más relevantes llegando desde la gobernación de la provincia de Buenos Aires luego de la eliminación del Fondo para el Fortalecimiento Fiscal de la Provincia de Buenos Aires, insistiendo con el cierre de puertos y la creación de aduanas interiores. Inevitablemente esto genera ciertas dudas con respecto a la sostenibilidad del ajuste a las provincias por parte del gobierno nacional, con la Justicia ya fallando a favor de Chubut e instando a restituir fondos provenientes del Fondo Compensador al Transporte Público.

Pese a la convicción del gobierno de alcanzar como mínimo el equilibrio fiscal en 2024 y a los resultados en materia fiscal, comercial e inflacionaria, con el ruido a raíz del conflicto político con los gobernadores y el default de La Rioja podría observarse alguna reacción en la deuda soberana: el temor a un efecto dominó que contagie a otras provincias con vencimientos en dólares, los cuales acumulan USD 1.770 MM para lo que resta del año con Buenos Aires a la cabeza, agregando que se trata del primer incumplimiento provincial desde la reestructuración de 2020, podría poner a Argentina nuevamente en el centro de atención y afectar al Riesgo País al alza. **Será fundamental para el gobierno continuar presentando resultados favorables en cuanto a disciplina fiscal y monetaria, desinflación, y direccionamiento del ajuste a las provincias, así como continuar con el discurso de que “las deudas se pagan” para evitar el contagio de la situación subsoberana a los soberanos.**

Evolución mensual del ICG: Diciembre 2015 - Presente

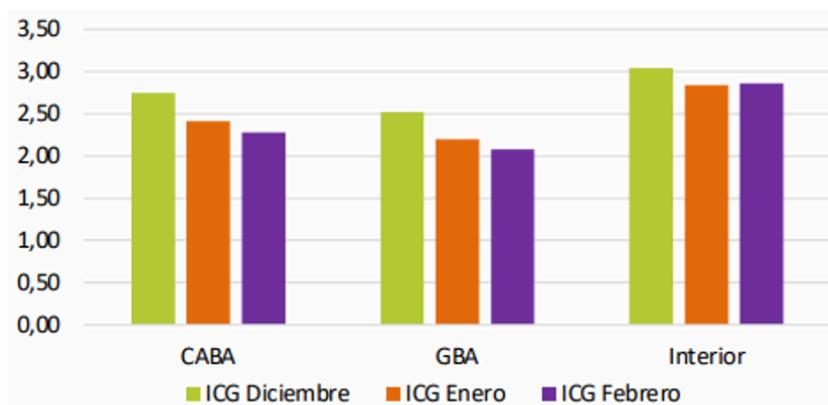


Fuente: UTDT.

De todas formas, el índice de confianza en el gobierno elaborado por la UTDT, el cual suele tener una alta correlación con los votos obtenidos por el oficialismo, continúa dando cierto margen positivo al gobierno de Milei para estar llevando a cabo un fuerte ajuste con el objetivo de déficit cero y poner un freno a la inflación, dejando en evidencia una alta resiliencia al apretón fiscal y monetario, así como un importante apoyo al gobierno en la calle pese a la contracción de la actividad y caída del salario real. El ICG se encuentra en 2,57, que equivaldría a un 51% versus 57% al inicio de la gestión, luego de dos meses en que la inflación acumuló 51% y gran parte del ajuste recayó sobre el gasto social. **Pareciera que el público no sólo entiende el camino del ajuste llevado a cabo por el gobierno nacional, sino que lo apoya y está dispuesto a soportar un tiempo de adversidades para salir de la crisis.**

Vale la pena mencionar que entre los componentes que conforman el índice, las mayores caídas se dieron en las divisiones “Gobierno” e “Interés”, mientras que “Eficiencia” y “Capacidad” presentaron caídas notablemente menores, evidenciando nuevamente lo mencionado previamente: preocupa la sostenibilidad, no la efectividad, dado que ésta última ya se está haciendo notar con la caída de la actividad económica y el consumo. Asimismo, la división “Honestidad” presentó una variación positiva, reflejando estos resultados cierta confianza aún en los gobernantes, no sólo en su capacidad de hacer frente a la crisis y al manejo del gasto, sino también en la comunicación e integridad.

Índice de Confianza en el Gobierno (UTDT)



Fuente: UTDT.

De suma importancia resulta también el análisis por región geográfica, más aún en medio de un conflicto entre gobernadores del interior y el gobierno nacional: el ICG continúa sosteniendo su mayor valor en el interior, seguido por CABA, con la históricamente peronista provincia de Buenos Aires en último lugar. **Pareciera que la conflictividad con la Casa Rosada está limitada a los representantes de las provincias, sin que la población esté involucrada ni apoyando el conflicto.**

**Creemos que esta resiliencia frente al ajuste responde a un cambio de época para la política en Argentina,** con la población encontrando en el Presidente y su gobierno una figura y un mensaje más claros y honestos en cuanto a la situación actual del país y las medidas requeridas para salir de la misma, acompañando la responsabilización de “la casta” por los años de crisis y con una mayor disposición a realizar un esfuerzo si así lo requiere. De todas maneras, ese apoyo no será ilimitado y comenzará a agotarse en caso que no se continúen observando resultados. **Mientras tanto, el gobierno continúa teniendo amplio margen para presionar a los gobernadores a hacerse cargo de sus rojos fiscales y deudas, superando el test de viabilidad política argumentando que “no hay plata”.**

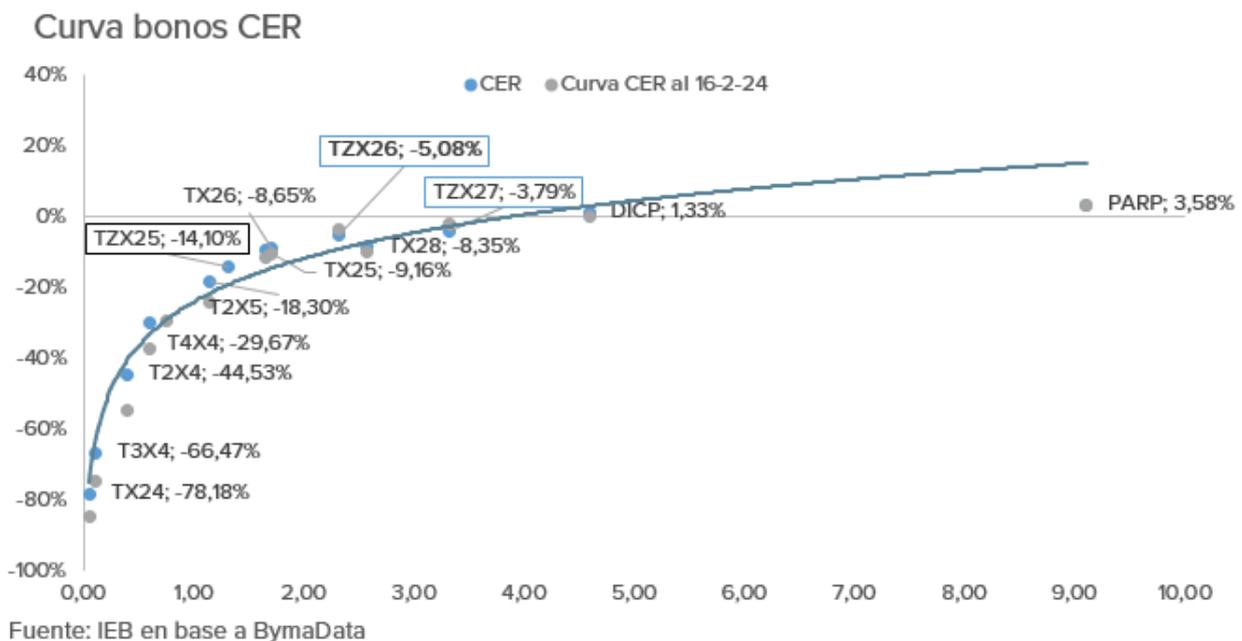
## DEUDA EN PESOS

La curva CER continúa siendo la de mejor desempeño dentro del mundo pesos. Durante la semana pasada avanzó 3,7% en promedio, un poco por debajo del CER que tuvo una variación de 4,6% durante el mismo periodo. Esta semana el tramo medio y largo vuelve a avanzar 4% en promedio. Por su parte los bonos duales y DL continúan teniendo un peor desempeño, subiendo 0,5% en promedio los primeros y cayendo -1,5% los últimos

durante la última semana. La curva CER sigue siendo impulsada por el bid del BCRA que permite hacer carry con el CER corriendo arriba de 20% mensual.

Por otro lado se observó un cambio de valor relativo dentro de la curva CER con los vencimientos 2024 haciendo sus rendimientos menos negativos, mientras que los bonos 2025 en adelante continuaron comprimiendo sus TIRs. El tramo corto de la curva había quedado sobrevaluado priceando inflaciones implícitas de 17% para febrero y 14% para marzo que quedaron muy por arriba de los niveles esperados. Ahora el mercado ajusta a la baja las expectativas de inflación en el tramo corto, mientras que ve menos probable que el tramo medio y largo de la curva enfrente un escenario de stress en el futuro.

El carry trade con los bonos en pesos continuó dado que el CCL se mantuvo estable durante la última semana y en la actual cae en torno a -3,50%. Los retornos en dólares promedios del tramo medio y largo de la curva CER acumulados durante la última semana ascienden a 10%.



El Tesoro colocó \$ 3,2 BB en la licitación del lunes donde adjudicó \$1,54 al nuevo bono CER TZX25 que cortó a CER-13%, \$ 0,947 BB al TZX26 a CER-4,99%, \$0,416 BB al TZV25 a DL+0,9% y \$0,29 BB a la lecer mayo que salió a CER-86,8%. Dado que el financiamiento neto fue muy reducido no se anunció recompra de títulos del central. Hoy el central licitará los puts solo sobre el TZX26. Por otro lado, el bid del BCRA debería estar en CER-11% y CER-3% para los TZX25 y TZX26 respectivamente. Queda un mes hasta el próximo vencimiento que corresponde al TX24 con vencimiento el 25 de marzo por \$4,07 BB. Aunque quizás el Mecon pueda sacar una licitación antes. Con el bid del central en esos niveles, el CER corriendo al 20% mensual y faltando casi un mes para la próxima licitación el devengamiento que ofrece el TZX26 resulta muy interesante.

El TZX26 cortó a una tasa más baja que en el secundario el día anterior, CER-5% contra CER-3,6%. El día posterior subió 4,8% en el mercado secundario cerrando en CER-5,2% convalidando la tasa de corte de la licitación. Mientras que el TZX25 cortó a CER-13% que lo dejó bastante por arriba de la curva, teniendo que operar en CER-18% para ubicarse sobre la misma. Este título comenzó a operar el miércoles donde subió casi 3% cerrando en CER-14,3%.

Por otra parte, los bancos siguieron siendo jugadores importantes en el TZX26 dado que el BCRA licitó puts sobre este título por **\$762.000 MM, casi el 81% de lo licitado**. Posiblemente hayan tenido un peso importante en los adjudicados al TZX25 aunque no se puede constatar dado que no se emiten puts de liquidez sobre este bono. Los puts adjudicados en relación al total licitado cubrieron solo el 24%, mientras que en las últimas licitaciones se ubicaron en torno al 90%. **Con un stock de puts que se estima en torno a los \$14 BB cabe preguntarse si el BCRA no intentara disminuir la emisión de estos que se vuelven un pasivo contingente, aprovechando el contexto donde el CCL viene cayendo de forma sostenida.**

Resultado de la licitación del Tesoro 26-2-2024					
Instrumento	Vto	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo Adjudicado	Tasa de corte
X20Y4	20/4/2024	\$ 214.372	\$ 178.717	\$ 289.630	-86,80%
TXZ25	30/6/2025	\$ 1.356.530	\$ 1.276.099	\$ 1.544.079	-12,96%
TZV25	30/6/2025	\$ 435.441	\$ 421.178	\$ 416.184	0,95%
TZX26	30/6/2026	\$ 1.277.835	\$ 686.579	\$ 947.479	-4,99%
TZV26	30/6/2026	desierto			
<b>Total</b>		<b>3.284.178</b>	<b>2.562.573</b>	<b>3.197.372</b>	

A continuación se analiza un escenario a mayo proyectando rendimientos de los bonos en pesos. Los niveles de inflación utilizados fueron 14% para febrero, 9% marzo y 8% abril en base a los dichos del Ministro de Economía. Por su parte el tipo de cambio se proyectó con un crawling de 2% hasta mayo para determinar cómo rendirán los bonos DL y duales si se lograra sostener este deslizamiento del FX oficial.

Bajo esta simulación los bonos CER del tramo medio y largo, luego del rally que tuvieron ahora ya muestran retornos más en línea con el resto de tasas de la economía en niveles de 8% y 9% TEM, aunque los bonos 2026 están “castigados” en la TIR de salida en 10%. En relación a los bonos atados al tipo de cambio de mantenerse esta política cambiaría el rendimiento que ofrecen es muy bajo ubicándose en 4% TEM.

Sigue existiendo una oportunidad en los bonos CER licitados por el Tesoro dado que tienen el bid del central y permiten devengar una tasa muy atractiva con el CER corriendo a 20% mensual. Por otra parte también resulta interesante el sintético tasa fija a abril con TV24 que consiste en la compra del bono dólar linked y la venta del contrato de dólar futuro a abril que rinde una tasa efectiva mensual arriba de 9% mensual.

Escenario Mayo - Inflación Caputo y crawling de 2%							
Mes	Devaluación	Devaluación		TC Oficial	Inflación	Brecha	CCL
			acumulada				
ene-24	2,0%	3,0%	\$	825	20,6%	40% \$	1.155
feb-24	2,0%	5,1%	\$	841	14,0%	30% \$	1.093
mar-24	2,0%	7,2%	\$	858	9,0%	30% \$	1.115
abr-24	2,0%	9,3%	\$	875	8,0%	30% \$	1.138
may-24	2,0%	11,5%	\$	893	8,0%	60% \$	1.428

Tasa Fija: Long DL + Short Futuro									
Ticker	Liquidación	Vencimiento	Precio Bono	Precio Futuro	Sintético Rendimiento Directo	TNA	TEA	TEM	
TV24-Rofex Abr	4/3/2024	30/4/2024	\$ 808,00	\$ 953,00	17,95%	115%	188,52%	9,23%	
TDJ24 - Rofex Jun	4/3/2024	28/6/2024	\$ 917,00	\$ 1.094,00	19,30%	61%	74,49%	4,75%	

Vencimiento	Exit yields		TEAs	TEM
30/4/2024	al vto	TDA24 (DL)	63,67%	4,19%
30/6/2024	-40%	TDJ24 (DL)	6,74%	0,55%
30/6/2024	-30%	TDJ24(DL)	1,14%	0,09%
30/4/2024	al vto	TV24	68,97%	4,47%
9/11/2026	0%	TX26	162,33%	8,37%
9/11/2026	3%	TX26	120,49%	6,81%
30/6/2026	5%	TZX26	93,99%	5,68%
30/6/2027	7%	TZX27	165,28%	8,47%
20/5/2024	-45%	T2X4	165,28%	8,47%
14/10/2024	-27%	T4X4	206,09%	9,77%
14/10/2024	-17%	T4X4	150,80%	7,96%
13/12/2024	-18%	T5X4	241,58%	10,78%
25/3/2024	al vto	TX24	143,08%	7,68%
20/5/2024	al vto	X20Y4	104,75%	6,15%
		CCL a Mayo (brecha 20%)	-10,38%	-0,91%
		CCL a Mayo (brecha 40%)	68,92%	4,47%
		CCL a Mayo (brecha 60%)	191,61%	9,33%

Fuente: IEB en base BymaData.

El CCL acumula una apreciación de 30% desde los máximos alcanzados el 22 de enero, encontrándose en niveles de finales de 2019, lo que sugiere ser cautos en el posicionamiento en pesos para hacer carry. Además de que el diferencial de tasas entre los bonos CER con tasas negativas y bonos hard dólar con tasas positivas de 30% juega a favor de la dolarización de la cartera, aunque en el corto plazo puede seguir existiendo espacio para hacer tasas ya que la oferta de los exportadores en el CCL, incentivados a liquidar por la brecha en niveles de 27%, podría continuar manteniendo CCL estable.

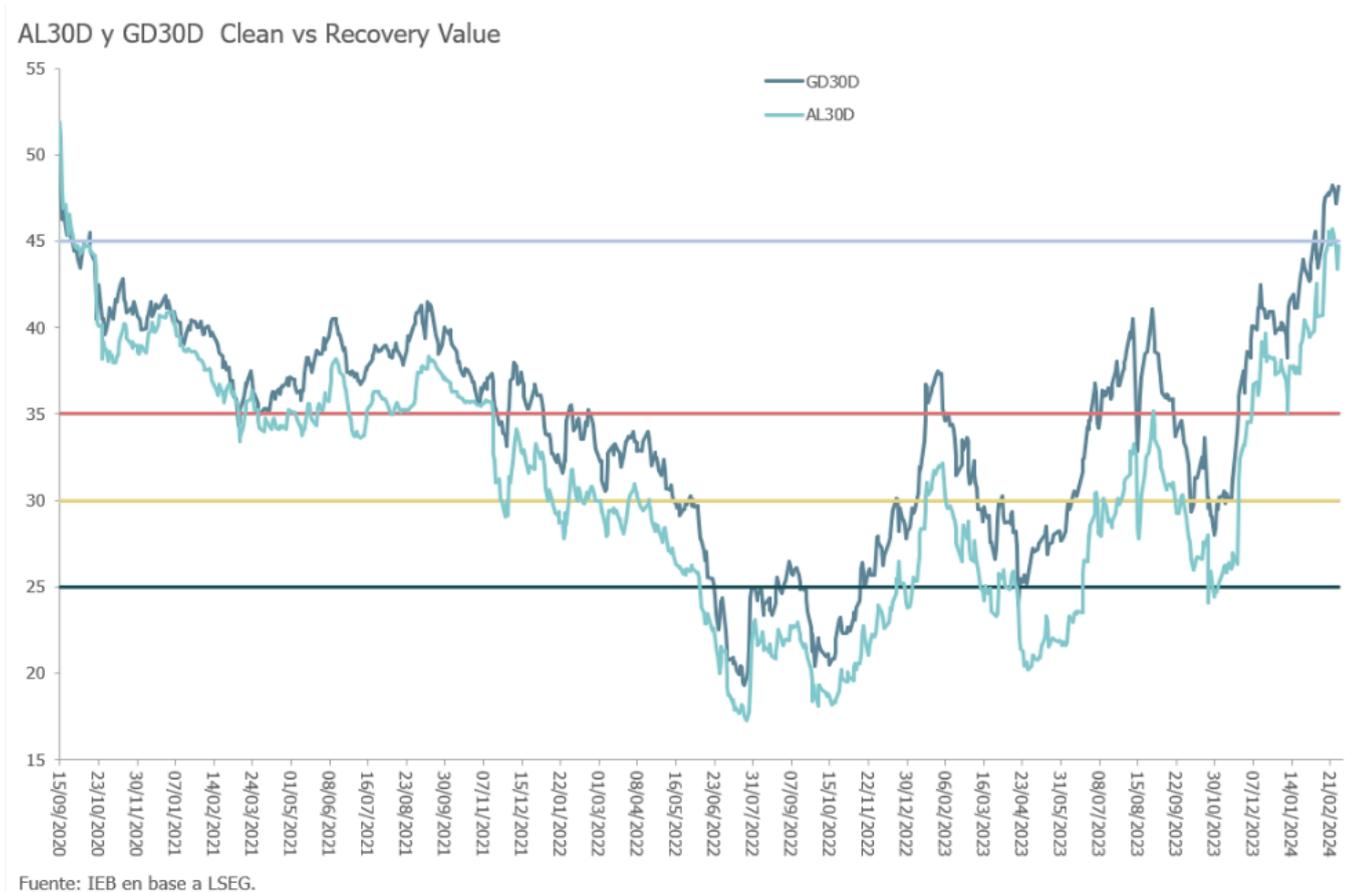
## DEUDA EN DÓLARES

Luego de extender el rally la semana pasada donde la deuda hard dólar subió 4,7% en promedio, el ruido político relacionado al conflicto entre el gobierno nacional y las provincias, no solo tuvo un impacto en la deuda subsoberana sino que en las dos primeras ruedas de esta semana afectó a los títulos soberanos que cayeron 3,5%.

Como se mencionó en la sección de Economía, la provincia de Chubut inició reclamos por la retención de fondos coparticipables y amenazó con detener el envío de petróleo y gas desde su provincia. Las provincias patagónicas se sumaron a la amenaza alineándose con la provincia de Chubut. Luego continuaron los roces con la Provincia de Buenos Aires por la eliminación del Fondo de Fortalecimiento Fiscal. Finalmente, la provincia de La Rioja anunció que iniciará una serie de consultas con los tenedores del bono 2028 para reestructurar su deuda sobre la cual vencían USD 26,3 MM el 24 de febrero y en agosto enfrenta vencimientos por USD 50,7 MM.

**Este conflicto tuvo repercusión sobre la deuda soberana hard dólar que durante los días lunes y martes cayó 3,5% en promedio.** Sin embargo en las ruedas posteriores borra la pérdida y actualmente se ubica prácticamente en los niveles del cierre de la semana pasada.

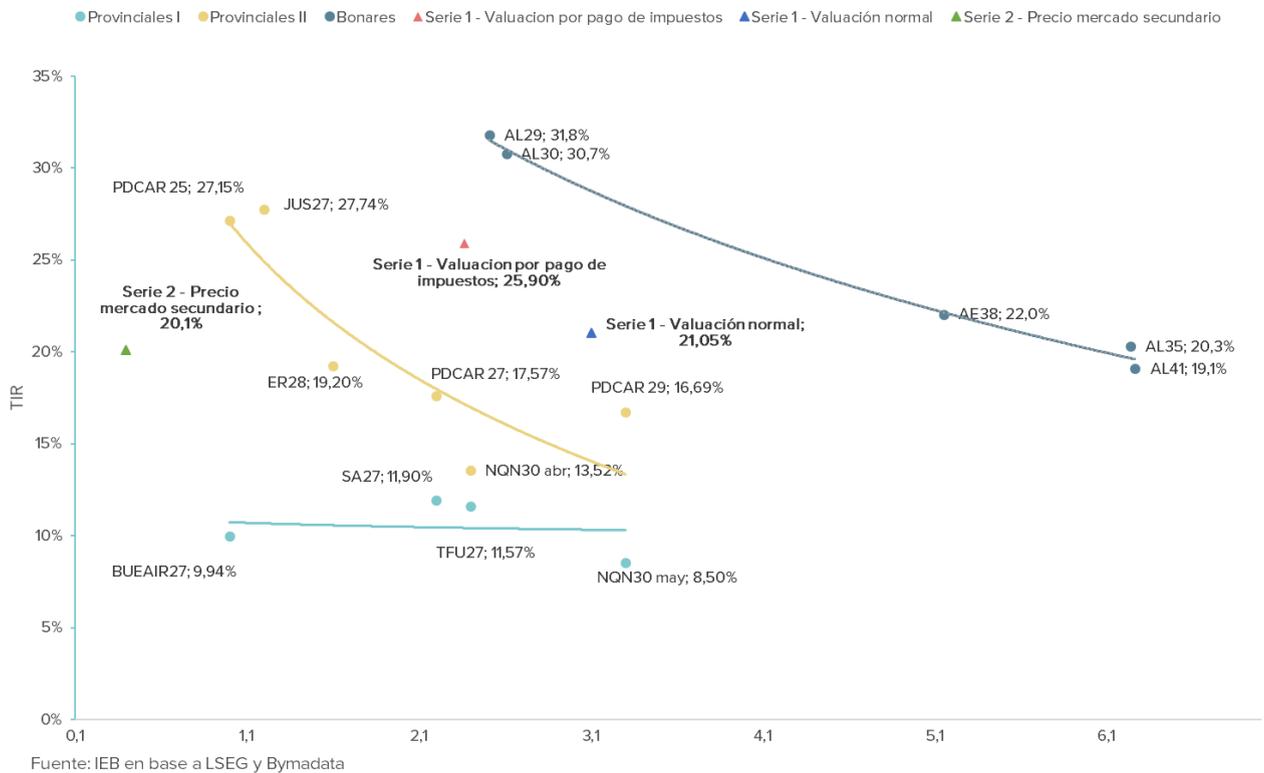
**Por otro lado, la provincia de Buenos Aires enfrenta vencimientos por USD 352 MM este viernes por los bonos 2037.** Los avisos de pagos se publicaron la semana pasada pero los inversores estarán atentos dados los sucesos recientes.



**Por otro lado, se completó el programa de emisión del Bopreal Serie 2 de USD 2.000 MM comenzando esta semana a licitarse la Serie 3.** Esta última serie luce la menos atractiva dado la estructura del flujo de fondos y que no cuenta con los sweeteners de la primera serie (exenta de impuesto PAÍS y la posibilidad de pagar impuestos a la AFIP).

**Para operar con una TIR en niveles similares a la Serie 1 y 2 debería tener una paridad en torno a los USD 74,** mientras que la paridad implícita a la que se licita con el impuesto País es cercana a los USD 93 a los valores actuales de CCL y FX oficial. Si se quitara el Impuesto País podría quedar en un nivel más razonable cercano a los USD 78. Visto desde otro punto de vista, a una paridad de USD 74 se estaría accediendo a un CCL de \$1.340 aproximadamente contra un CCL de mercado que luego de la baja de los últimos días se ubica en torno a \$1.070. Dado que cuenta con una amortización menos atractiva que la serie 2 y no tiene los sweeteners de la serie 1 la paridad podría ubicarse en niveles más cercanos a USD 70 lo que hace todavía menos atractivo el CCL implícito.

BOPREAL Serie 1 y 2 vs Soberanos y Subsoberanos



**Mañana se realizará la separación de la serie 1 en 4 strips: 1A, 1B, 1C y 1D. A excepción de la serie 1D el resto servirá para el pago de impuestos a partir de distintas fechas, abril 2025, abril 2026 y abril 2027 respectivamente.** Serán tomados a valor técnico, el mayor entre el tipo de cambio oficial y el CCL. Es decir el tenedor podría beneficiarse de la brecha cambiaria en caso de que siga existiendo al momento de pagar impuestos, por lo que resulta aún más atractivo que si fuera simplemente Dólar Linked. El resto de las condiciones son idénticas al instrumento original. Desde el 1 de marzo queda habilitada la negociación de los cuatro nuevos instrumentos en todos los plazos habilitados por BYMA con los siguientes códigos:

Bono	Código de Caja	Pesos	Dólar MEP	Cable
Serie 1A	9234	BPOA7	BPA7D	BPA7C
Serie 1B	9235	BPOB7	BPB7D	BPB7C
Serie 1C	9236	BPOC7	BPC7D	BPC7C
Serie 1D	9237	BPOD7	BPD7D	BPD7C

**El Gobierno Nacional está forzando a las provincias a ordenar sus cuentas por lo que el mercado puede empezar a ser más selectivo en relación a la deuda subsoberana. Creemos que la situación de una provincia**

en particular no debería tener impacto sobre la deuda soberana dado que el gobierno está decidido a no hacerse cargo de los desequilibrios fiscales de las provincias.

**El diferencial de tasas entre la renta fija CER y los soberanos hard dollar juega claramente a favor de la dolarización de carteras.** El CCL implícito en los bonos se apreció 30% desde los máximos el 22 de enero, lo que sugiere que es un buen punto para desarmar posición en carry con CER. Aunque como mencionamos previamente puede seguir existiendo espacio para hacer tasas ya que la oferta de los exportadores en el CCL, incentivados a liquidar por la brecha en niveles de 27%, podría continuar manteniendo el CCL estable.

**Si comparamos la TIR del bono CER T2X5 con vencimiento en febrero de 2025 contra el AL30 con una TIR actualmente de 31%, para quedar breakeven en pesos a un año vista aproximadamente el CCL se debería apreciar 37% con respecto al nivel actual, lo que demuestra el atractivo de posicionarse en deuda hard dollar.**

## EQUITY ARGENTINO

Continuamos teniendo una posición de cautela en el mercado de renta variable argentino. Nuestra visión de un mercado sin señales claras que le den impulso (caída en el nivel de actividad, retracción del consumo, pérdida de poder adquisitivo del salario real y niveles de inflación que, si bien comienzan a mostrar signos de desaceleración, aún son elevados) en conjunto con una valuación en términos generales que aún luce sobrevaluada apunta a un mercado que continuará lateralizando en el rango de valores que venimos observando: USD 850 / USD 1.000 puntos.

Esta semana arranca de lleno la temporada de presentación de resultados de las principales compañías argentinas. El miércoles por la noche lo hizo Banco Macro, con un resultado trimestral impresionante producto de su exposición a Títulos Públicos (principalmente bonos duales) que se vieron positivamente impactados por la devaluación. El jueves, luego del cierre del mercado, presentará Grupo Financiero Galicia y la semana que viene el grueso de las demás compañías.

Calendario de presentación de Resultados					IEB
A definir	Martes 27/02	Miércoles 28/02	Jueves 29/02	Viernes 01/03	
		    			
Lunes 04/03	Martes 05/03	Miércoles 06/03	Jueves 07/03	Viernes 08/03	
 		   	 	   	
Fechas tentativas que pueden sufrir modificaciones. Calendario que iremos actualizando a medida que surja más información.					

En general esperamos que el sector bancario sea de los que mejores resultados tengan por su exposición a títulos públicos. Reguladas, debería sentir el impacto del atraso tarifario y la aceleración de la inflación mientras que materiales (tanto Aluar como Ternium Argentina ya presentaron resultados) sufre el incipiente deterioro en la actividad económica; patrón que, creemos, impactará en los resultados de Loma Negra, Holcim. Otras compañías que seguramente se vean afectadas serán Telecom Argentina y Mirgor.

El sector Oil & Gas muy probablemente tenga resultados más decentes dado los sostenidos precios del crudo y una mayor desregulación de precios. También esperamos un buen resultado para el trimestre (y para todo el año 2023) de Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA).

Ya pasando a nuestro recorrido semanal sobre el S&P Merval e intentando echar luz sobre su valuación. Vemos que en términos históricos, el S&P Merval continúa en niveles por encima de su mediana y media históricas. Como siempre sostenemos, esta lectura debe contextualizarse para darle una significación. Como se aprecia en el cuadro inferior la evolución de ciertos indicadores que pueden utilizarse para medir el nivel de actividad, sufrieron

en enero un fuerte impacto negativo. **Es dentro de este contexto en el cual concluimos que la lectura nos indica un índice que luce de “correctamente valuado” a “sobrevaluado”.**

	Var. i.a.
Imp. Créditos y Débitos	-15,7%
Patentamientos motos	-18,7%
Patentamientos autos	-32,7%
Producción autos	-16,7%
Índice Construya	-29,2%
Despachos Cemento	-20,0%
Ventas minoristas PyMEs	-28,5%
Préstamos en ARS a privados	-35,2%

Fuente: IEB en base a 1816

Ya pasando a nuestro recorrido semanal sobre el S&P Merval e intentando echar luz sobre su valuación. Vemos que en términos históricos, el S&P Merval continúa en niveles por encima de su mediana y media históricas. Como siempre sostenemos, esta lectura debe contextualizarse para darle una significación. Como se aprecia en el cuadro superior, la evolución de ciertos indicadores que pueden utilizarse para medir el nivel de actividad, sufrieron en enero un fuerte impacto negativo. **Es dentro de este contexto en el cual concluimos que la lectura nos indica un índice que luce de “correctamente valuado” a “sobrevaluado”.**

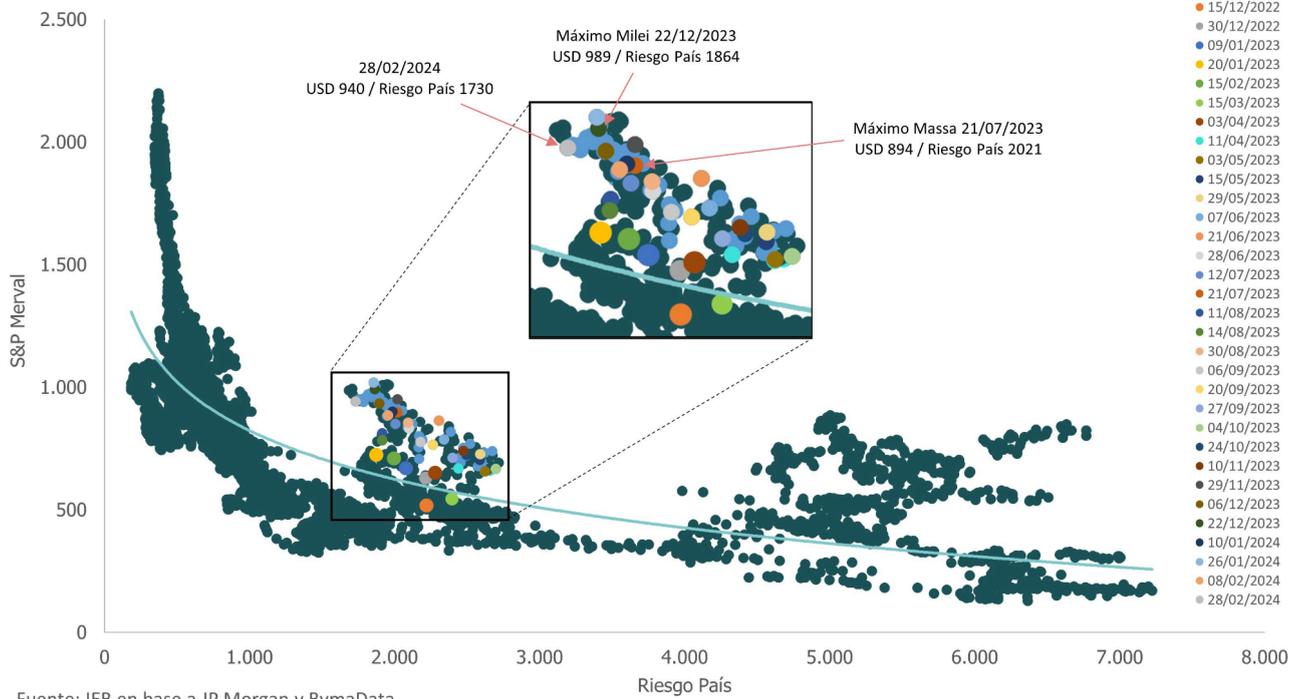
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



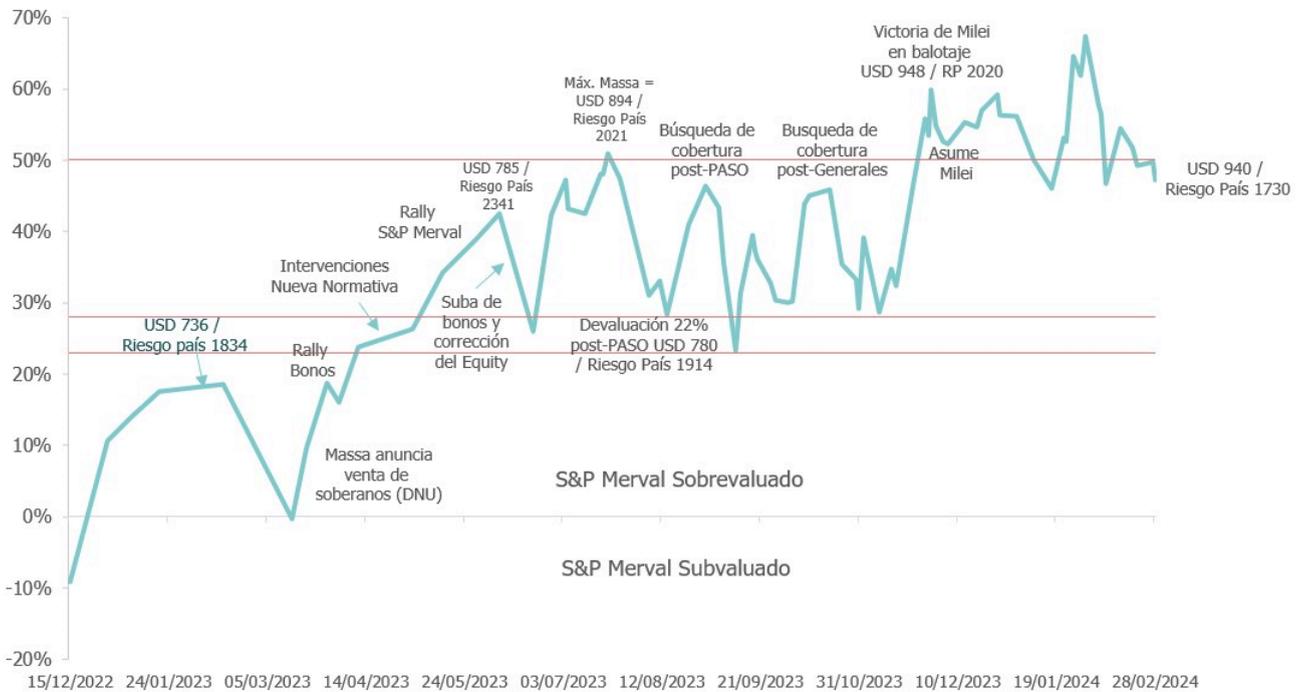
Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

**Nuestra próxima parada es el análisis de valuación del S&P Merval en relación a los niveles de riesgo país.** Hemos mencionado en varios semanales el sendero que ha venido tomando el equity argentino frente a los niveles de riesgo país asociados.

### Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



### Desvío S&P Merval contra Correlación

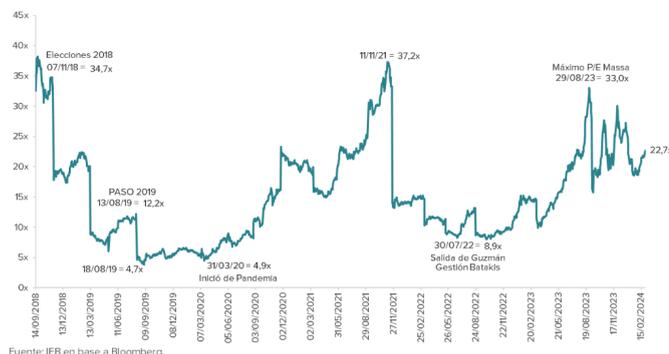


Saltando a la historia reciente, desde la asunción de Javier Milei el rango de sobrevaluación pasó a un nivel superior de +45% / +60%, siendo de +47% el nivel actual. **Aunque la corrección ha sido notable; en parte**

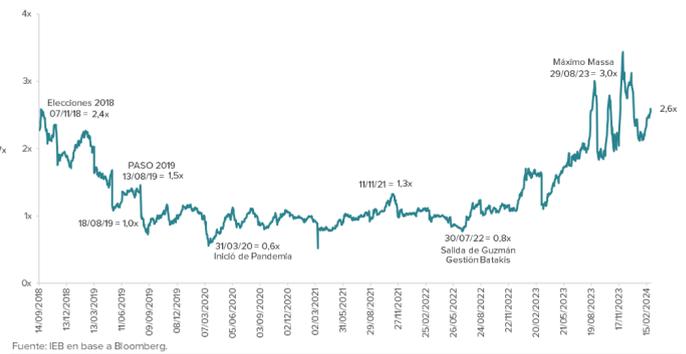
explicada por la suba de la deuda soberana y la corrección que ha tenido el equity argentino, continuamos creyendo que hay un desarbitraje entre la renta variable y la deuda soberana.

Finalmente, en la última parada analizamos los múltiplos a los que se encuentra cotizando el S&P Merval. Tanto en términos de P/E como de P/BV si bien estos se encuentran lejos de máximos alcanzados en subas anteriores y presentan niveles un poco más acordes al contexto macroeconómico, consideramos que distan de mostrar un mercado de equity barato.

S&amp;P Merval Price Earnings Ratio (Trailing)



S&amp;P Merval Price to Book Ratio (Trailing)



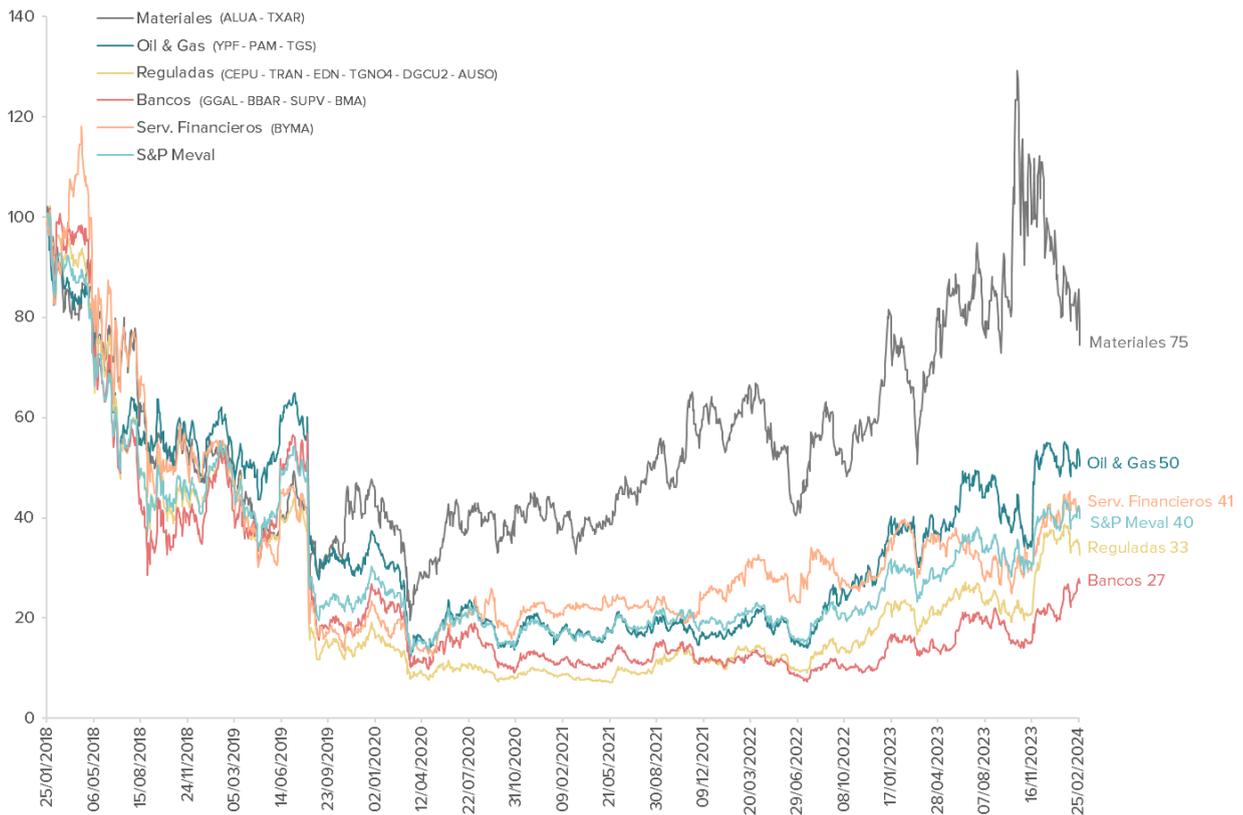
## ESTRATEGIA

**Nuestra estrategia de recomendación permanece sin cambios: dado que el mercado como un agregado aún apunta a una sobrevaluación es necesario ser selectivo a la hora de posicionarse en las acciones:**

- **Dentro del sector Oil & Gas:** nos resulta atractiva especialmente **Vista Energy (VIST)**. La acción ha tenido una performance impresionante en los últimos dos años y, luego de los resultados del 4T cobró un nuevo impulso que la llevó a máximos históricos. Aún en estos valores creemos que existe valor y la valuación deja espacio para retornos interesantes.
- **BYMA:** Una acción que nos resulta muy interesante. Es un vehículo ideal para tiempos volátiles y un muy buen refugio para situaciones de alta inflación. La valuación resulta atractiva y en su presentación de resultados del 4T, la semana que viene, debería reportar un muy buen trimestre dado el incremento que han tenido los volúmenes negociados de los activos financieros.
- **Reguladas:** Si bien como “trade” la mayor parte del rally ya ocurrió, aún vemos empresas que iniciando el proceso de recomposición tarifaria pueden comenzar a normalizar su operatoria incrementando márgenes, mejorando ventas y rentabilidad e, incluso, comenzando a distribuir dividendos. Dentro de este sector nuestras seleccionadas son **Central Puerto (CEPU)**, **Distribuidora de Gas Cuyana (DGPU2)** y **Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)**. En esta ocasión, ya creemos que el valor vendrá más en el mediano plazo y en la medida que el tan esperado ajuste tarifario no encuentre mayores escollos en la justicia y pueda ser aplicado de manera satisfactoria e implementando algún mecanismo automático que les permita un reajuste tarifario más frecuente y menos discrecional frente a la evolución de la inflación.

- **Bancos:** El sector que continúa siendo el que mayor retraso presenta frente a los demás. Un sector que, a pesar de la volatilidad a la que se ve expuesto y que puede no ser adecuado para todo tipo de inversor, es el que presenta tal vez la mejor ecuación riesgo / retorno en el mediano y largo plazo. Desde que comenzamos a incluirlo en nuestra estrategia ha venido teniendo una performance muy positiva. Dentro de este sector nos resultan atractivas especialmente **Banco Macro (BMA) y BBVA Argentina (BBAR)**.

Equity Argentino por Sector (Base 100 = 25/01/2018)



Fuente: IEB en base a LSEG.

- **Materiales:** Continuamos con nuestra percepción de que tanto Aluar (ALUA) como Ternium Argentina (TXAR) se encuentran sobrevaluadas -a pesar de la impresionante corrección que han tenido de octubre de 2023 a la fecha. Tal vez la excepción sea Loma Negra (LOMA), que presenta una valuación realmente muy atractiva pero sobre la que pesa el desplome en los despachos de cemento (-20% durante enero) y la caída en la actividad de la construcción.

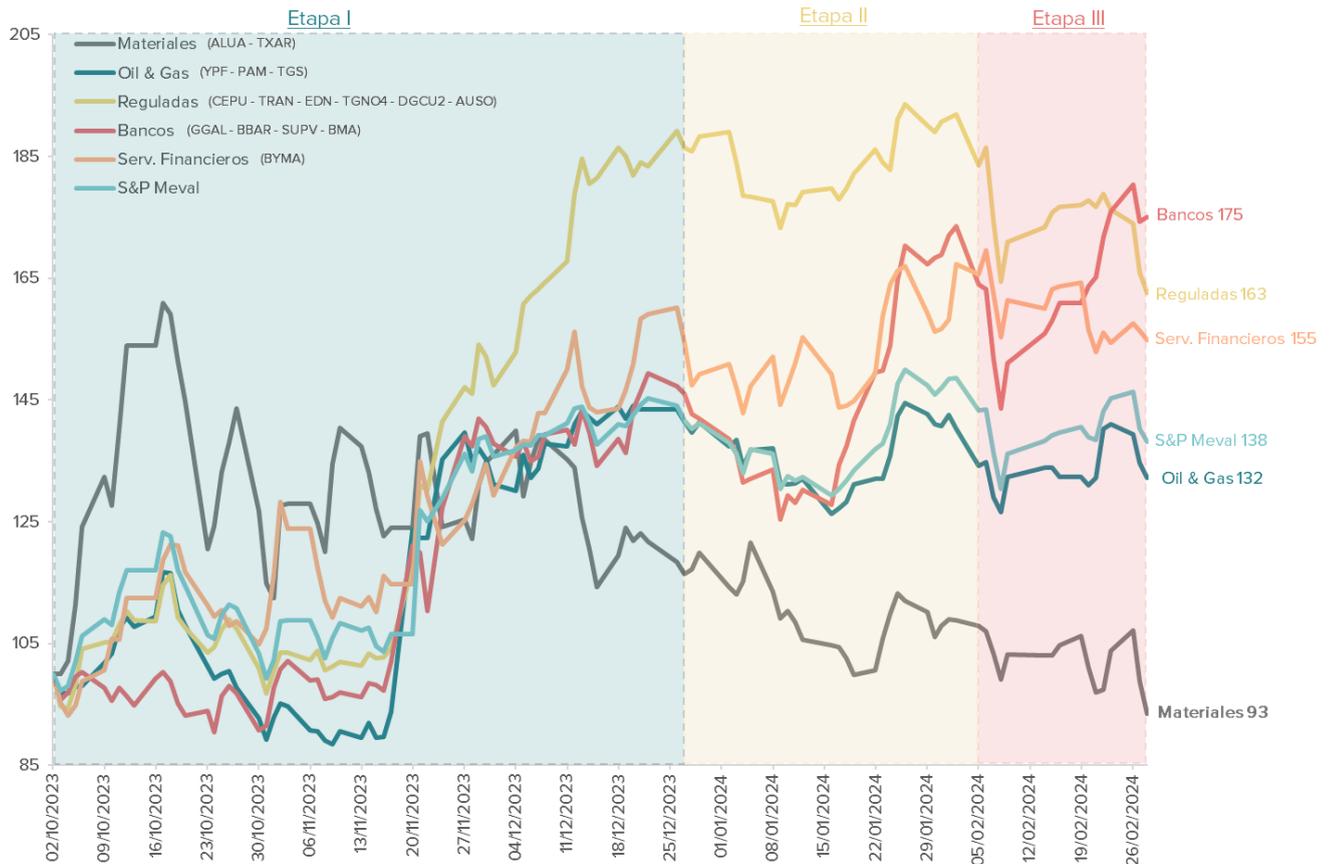
Estrategia	Reguladas	Oil & Gas	BYMA	Materiales	Bancos	S&P Merval
<b>Etapas I (Oct 23 a Dic 23)</b>	OW	OW	OW	UW	Neutral	OW
<b>Etapas II (Dic 23 a Ene 24)</b>	OW	NW	OW	UW	OW	UW
<b>Etapas III (Feb 24 .....)</b>	NW	NW	OW	UW	OW	UW

OW = Overweight (Sobreponderar)

NW = Neutralweight (Ponderación neutral)

UW = Underweight (Subponderar)

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



Fuente: IEB en base a LSEG.

## CARTERA DE CEDEARs

El mercado de acciones estadounidense retoma su rally durante la última rueda del mes tras una leve caída desde comienzos de semana, luego de conocerse el indicador favorito de la FED - el índice de precios de Gastos de Consumo Personal básico o PCE - que incluye los componentes volátiles de alimentos y energía. El índice mostró una variación de 0,4% desde diciembre y un incremento de 2,8% con respecto al año anterior. Si bien el dato del PCE aún se encuentra por encima del objetivo del 2% del banco central, fue un alivio para los mercados dado que empezaban a esperar una postergación en el recorte de tasas por parte de la FED tras el salto que habían experimentado los precios al consumidor y al productor.

A pesar de que los recortes en los tipos de interés para el año corriente parecen aplazarse, las acciones se han mostrado resistentes. No obstante, la tasa de los bonos del tesoro a diez años experimentó una caída hasta 4,23%, mientras que la tasa a dos años retrocedió hasta los 4,61%.

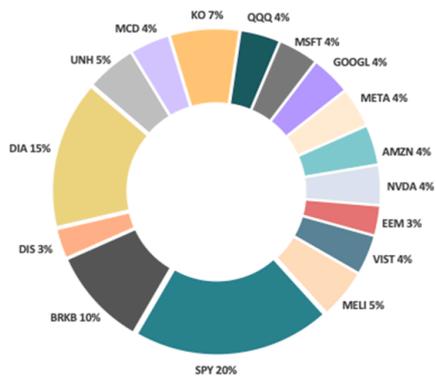
La cartera de CEDEARs continuó mostrando un buen desempeño durante el mes de febrero, si bien su rendimiento en pesos fue negativo, el mismo fue menor a la caída de 10,76% que experimentó el CEDEARs de nuestro benchmark; el SPY (S&P 500), así como también del resto de índice como el DIA (Dow Jones Industrial Average) y el QQQ (Nasdaq 100) que retrocedieron 12,92% y 11,06% respectivamente.

2024														
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
Cartera	35,69%	-8,38%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	99,63%	11,50%
SPY	31,06%	-10,76%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	69,49%	10,88%
DIA	29,96%	-12,92%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	53,94%	7,85%
QQQ	30,96%	-11,06%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	67,54%	15,62%
CCL	29,98%	-15,83%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	38,53%	-
Cartera en USD	4,39%	8,85%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55,85%	-

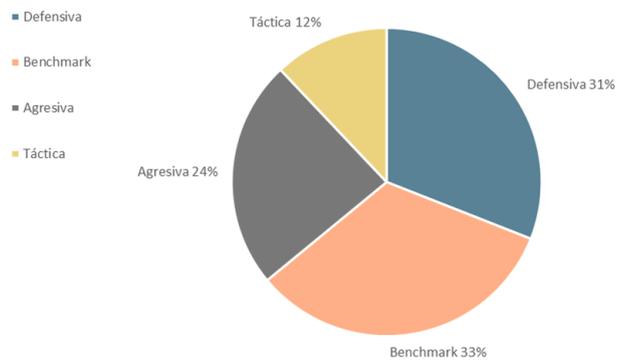
Por su parte, el dólar CCL (medido con ADRs) mantuvo su racha negativa llegando a los \$1.065,79, lo que nos deja con un rendimiento en dólares de 8,85% para la cartera durante el mes de febrero.

La inteligencia artificial continúa impulsando el rally de las principales empresas tecnológicas que componen el S&P 500, manteniendo así el buen desempeño de la parte agresiva de nuestra cartera. Así mismo, VIST, MELI y EEM (componente táctico de la cartera) continúan mostrando atractivo, por lo que consideramos oportuno mantener la cartera sin alteraciones.

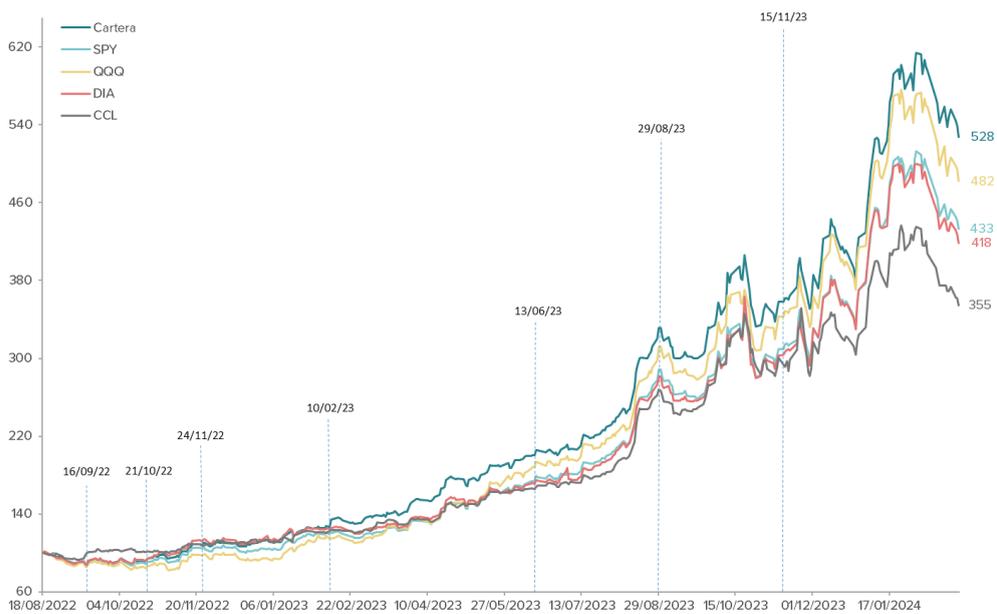
Cartera CEDEARs



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](mailto:anobile@grupoieb.com.ar)

#### **LUCAS DECOUD**

*Analista - Renta Fija*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

#### **IGNACIO SNIÉCHOWSKI**

*Head of Equity Research*

[isniechowski@grupoieb.com.ar](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

#### **GABRIEL PRORUK**

*Analista - Equity*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

#### **NORBERTO SOSA**

*Director*

[nsosa@grupoieb.com.ar](mailto:nsosa@grupoieb.com.ar)

#### **FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista - Macro*

[fherrera@grupoieb.com.ar](mailto:fherrera@grupoieb.com.ar)

#### **PALOMA MINOR**

*Analista Jr.*

[pminor@grupoieb.com.ar](mailto: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.