

15 de marzo de 2024

Argentina Weekly

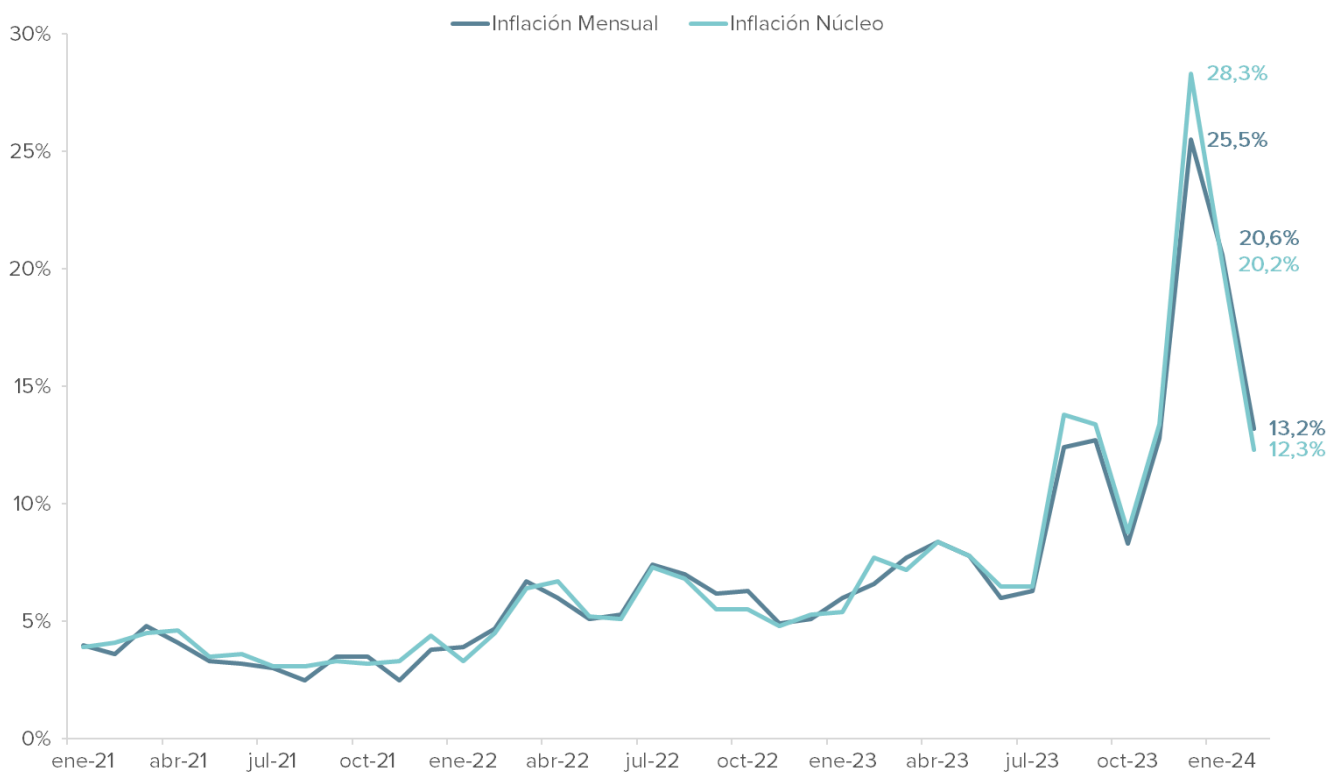
El IPC mensual tiende a un dígito

- El Indec dio a conocer el IPC de febrero, el cual registró una variación mensual de 13,2%, la cual quedó por debajo de las expectativas. No obstante, no hay dudas de que se trata de una variación compatible con un régimen de alta inflación. Sin embargo, destacamos una gran incidencia de la componente “Regulados” sobre el nivel general, mientras que “Estacionales” se mantuvo por debajo de los dos dígitos, confirmando las afirmaciones del ministro Caputo de que la inflación ya se encuentra en un dígito, si eliminamos el impacto de los “Regulados” y el arrastre estadístico.
- Seguimos transitando ruidos políticos. Luego del retiro de la denominada ley Ómnibus de su tratamiento en la Cámara de Diputados y del escalamiento del conflicto con algunos gobernadores, interpretamos como un bálsamo la propuesta del pacto de mayo y la reunión del viernes pasado. Lamentablemente el tratamiento del DNU en el Senado, vuelve a instalar el ruido político, con la incertidumbre que genera sobre la economía y los mercados.
- La deuda hard dollar esta semana arrancó muy bien subiendo hasta el cierre del miércoles 2,2% en promedio, con el AL30 y GD30 siendo los bonos con mayores subas de 4,37% y 4,27% respectivamente. . Más allá del ruido político que puede afectar la deuda en el corto plazo continuamos siendo constructivos. El próximo desafío más allá de la gobernabilidad será conocer la reacción social en el segundo trimestre del año. Con la recompra de dólares actuales ya se podría hacer frente a los vencimientos de julio 2024 y enero 2025, por lo que los bonos podrían mantenerse performing hasta mediados del año que viene. Creemos que el gobierno está comprometido en corregir los desequilibrios tanto fiscales como monetarios, por lo que a medida que se sigan viendo resultados la deuda todavía tiene espacio para comprimir tasas.
- En relación a la deuda en pesos, luego de la baja en la tasa de los pasivos remunerados a 80%TNA y los plazos fijos a 75% TNA, los bonos comprimieron fuertemente sus rendimientos, con los bonos CER subiendo en lo que va de la semana 8% en promedio mientras que los duales y DL lo hacen en 5,5% y 2,5% respectivamente a la expectativa de una mayor brecha cambiaria.
- La notable apreciación del peso argentino ha dejado a la Argentina relativamente cara en US\$, el S&P Merval no escapa a esta lógica. Es notable la correlación que existe entre el índice en AR\$ y la evolución del US\$ CCL. Hacia donde vaya el US\$ CCL, hacia allí irá el S&P Merval.
- Analizamos el impacto en el sector energético de la situación de Cammesa como así también qué efectos puede tener la baja de la tasa de pasivos y la desregulación de las tasas mínimas de PF. Finalmente concluimos nuestra sección de equity con un repaso a nuestra estrategia y recomendaciones.

ECONOMÍA

En la semana, el Indec dio a conocer el esperado IPC de febrero, el cual presentó una variación mensual de 13,2%, quedando por debajo de las expectativas, dado que el último REM esperaba una inflación en torno a 15,8%, mientras que consultoras privadas estimaban un número más cercano a 15,0%. Continúa tratándose de un valor compatible con un régimen de alta inflación, tal como mencionamos en nuestro informe anterior, aunque destacamos la notable desaceleración con respecto a los niveles alcanzados en meses previos, más aún teniendo en cuenta el ajuste de precios relativos luego de años de controles y congelamientos de precios, así como los incrementos en tarifas.

IPC - Variación mensual

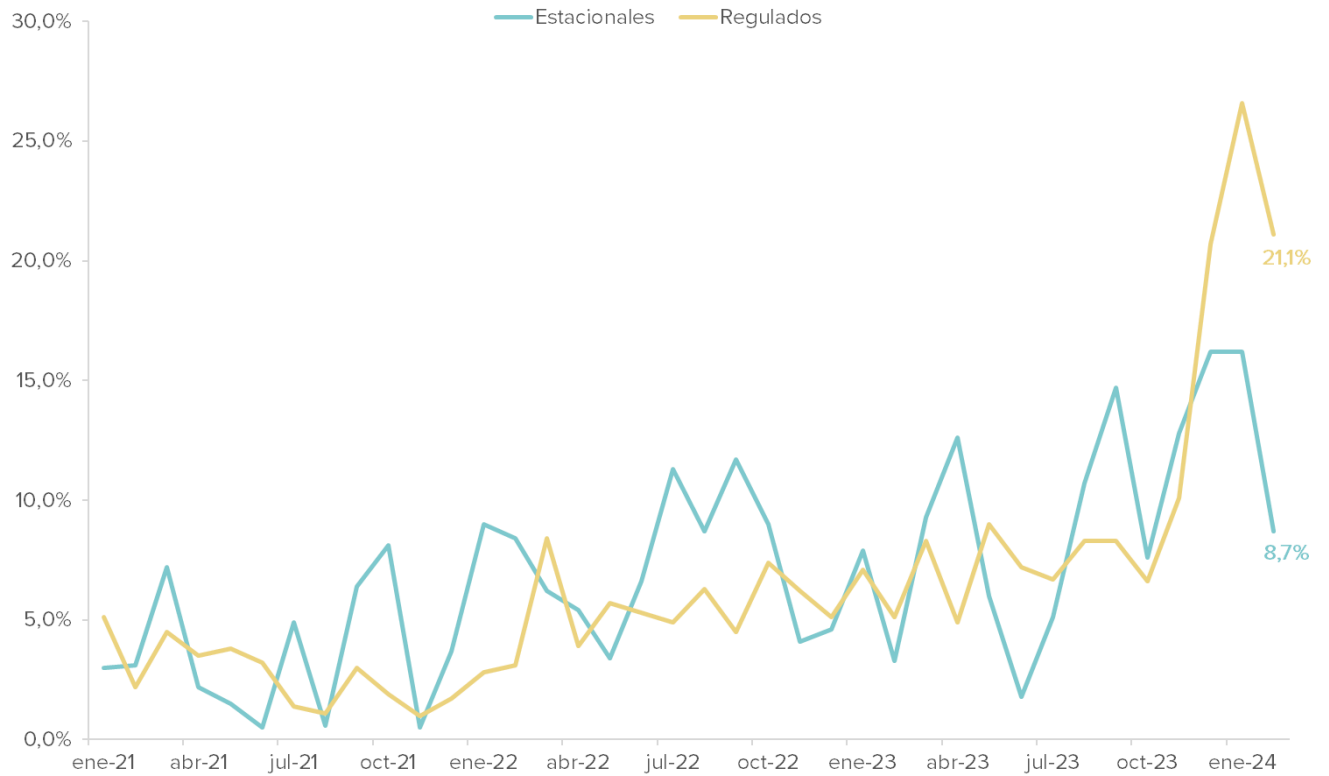


Fuente: IEB en base a Indec

Al analizar el IPC en las categorías que lo conforman, se destaca una gran incidencia de la componente “Regulados” sobre el nivel general. Dicho componente del índice registró una variación de 21,1% en febrero mientras que el rubro “Estacionales” se mantuvo por debajo de los dos dígitos, confirmando las afirmaciones del ministro Caputo en la “AmCham Summit” de que la inflación ya se encuentra en un dígito (si eliminamos el impacto de los regulados y el arrastre estadístico). Esta situación también se hizo notar a nivel de las divisiones del índice: los mayores aumentos en el mes se dieron en “Comunicación”, que lideró con una suba de 24,7%, seguido por “Transporte” con 21,6% y “Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles” con 20,2%.

Adicionalmente, es de destacar el comportamiento de la inflación “núcleo”, componente que refleja la tendencia inflacionaria que perdura en el tiempo, reduciéndose de forma más pronunciada que el nivel general desde 20,2% en enero a 12,3% en febrero.

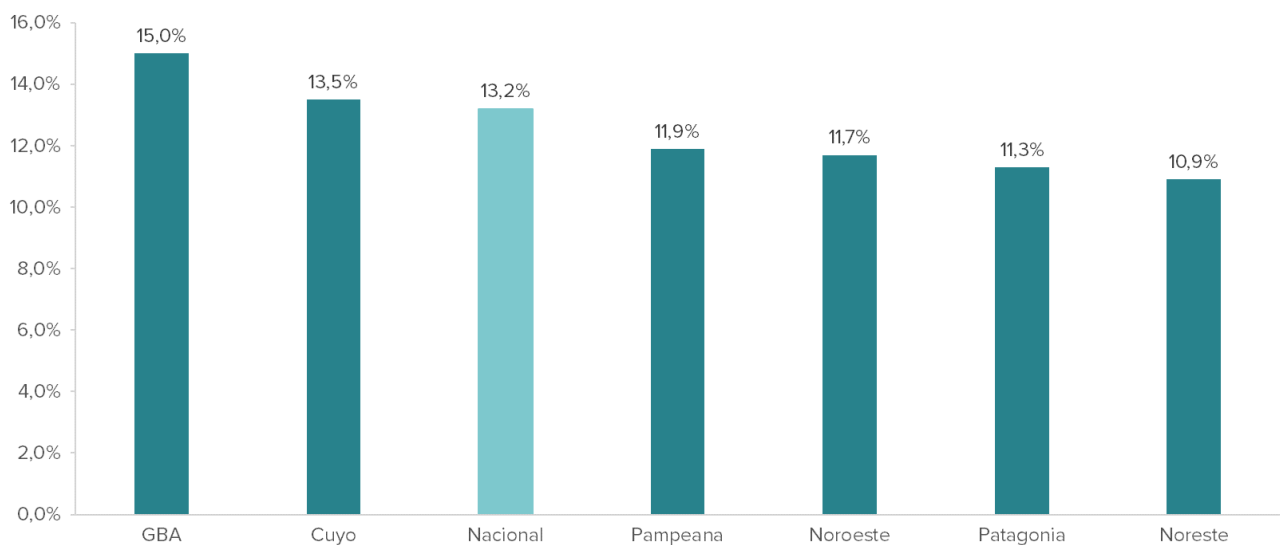
IPC - Estacionales y Regulados



Fuente: IEB en base a Indec

A su vez, el Gran Buenos Aires resultó ser la región con mayor registro inflacionario, siendo esta y Cuyo las únicas dos por encima de la inflación general, a nivel nacional. Tal como anticipamos en nuestro último weekly, el interior del país registró incrementos de precios sustancialmente menores al AMBA, atribuyéndoselos al menor impacto de los aumentos en tarifas para dichas regiones, particularmente en el transporte: GBA registró un incremento en dicho rubro del 32,8%, mientras que en la Patagonia el aumento alcanzó 11,2%.

IPC - Variaciones mensuales por región



Fuente: IEB en base a Indec

No obstante, más allá de la sorpresa positiva con la publicación del IPC de febrero, habrá que continuar prestando especial atención a la inflación en los próximos meses. Marzo es un mes estacionalmente complicado en materia de precios, registrándose usualmente saltos en las mediciones mensuales, que al agregar el impacto de la continuación en incrementos de regulados podría derivar en una pausa momentánea en el proceso de desaceleración de la inflación.

Algunas mediciones de alta frecuencia registraron saltos en la primera semana de marzo en línea con el promedio semanal del mes pasado, aunque esto debería interpretarse más como una pausa que como una aceleración, dado que los primeros días del mes suelen acumular importantes subas de regulados. De esta manera, podríamos esperar para marzo un nivel de inflación similar al registrado en febrero.

Esta idea se refuerza aún más al ver la reacción del gobierno frente a las estrategias de precios de los supermercados y empresas de consumo masivo. De acuerdo con el ministro Caputo, las cadenas “pricearon sus productos esperando un escenario catástrofe que no se materializó”, llevando a precios de lista sumamente elevados que la demanda no convalidó, optando por ofrecer determinadas promociones que el Indec no captura en su relevamiento mensual de precios. La reacción desde el gobierno, convocando a reuniones con los representantes de dichas cadenas para incentivarlos a bajar los precios o, en última instancia, optar por promociones que reflejen de manera fidedigna el precio por unidad de los productos y que puedan ser capturados correctamente por el Indec, deja en evidencia que el dato de inflación podría no estar dando como el gobierno esperaba lo cual, como mencionamos anteriormente, no necesariamente implique una aceleración sino más bien una pausa.

Dejando de lado el plano puramente económico, el viernes pasado el ministro del interior Guillermo Francos y el jefe de gabinete Nicolás Posse recibieron en Casa Rosada a los gobernadores provinciales (o representantes en su lugar) en el marco de las negociaciones por el “Pacto de Mayo”. El objetivo de dicha reunión habría sido reflotar la Ley de Bases, partiendo de un documento sustancialmente reducido producto del debate en el Congreso, conteniendo además algunos puntos que el gobierno considera claves, buscando encontrar cierto apoyo desde el interior del país para facilitar su aprobación en la cámara baja.

Entre los puntos clave presentes en el nuevo proyecto de ley se encuentran los relacionados a la declaración de emergencias y otorgamiento de facultades al Poder Ejecutivo, reforma del Estado, desregulación económica, entre otros. Según los funcionarios del gobierno libertario y algunos gobernadores presentes, el proyecto tendría apoyo con algunas disidencias, destacándose el caso de Axel Kicillof.

Dichas disidencias girarían en torno a la situación fiscal de las provincias, las cuales se encuentran en una puja con el gobierno por la quita de fondos desde el Ministerio de Economía. La propuesta desde el gobierno nacional para aliviar la carga sobre las provincias habría sido incorporar la restitución de la cuarta categoría de Ganancias (ahora llamado Ingresos Personales) al Paquete Fiscal, lo cual implicaría un incremento en los ingresos de la coparticipación. Dicha propuesta resultó insuficiente a los ojos del gobernador de la provincia de Buenos Aires, quien continúa buscando la restitución de los Fondos de Incentivo Docente y Fondo Compensador del Transporte.

La llamada Ley de Medidas Fiscales incluye además modificaciones o eliminaciones de otros impuestos, destacándose las aplicadas sobre Bienes Personales y otros impuestos internos, agregando también un blanqueo, buscando regularizar la situación de la recaudación en un contexto recesivo y salvaguardar el objetivo de equilibrio fiscal, ancla “innegociable” para el gobierno.

Luego del retiro de la denominada ley Ómnibus de su tratamiento en la Cámara de Diputados y del escalamiento del conflicto con algunos gobernadores, interpretamos como un bálsamo la propuesta del pacto de mayo y la reunión del viernes pasado. Lamentablemente el tratamiento del DNU en el Senado, vuelve a instalar el ruido político, con la incertidumbre que genera sobre la economía y los mercados.

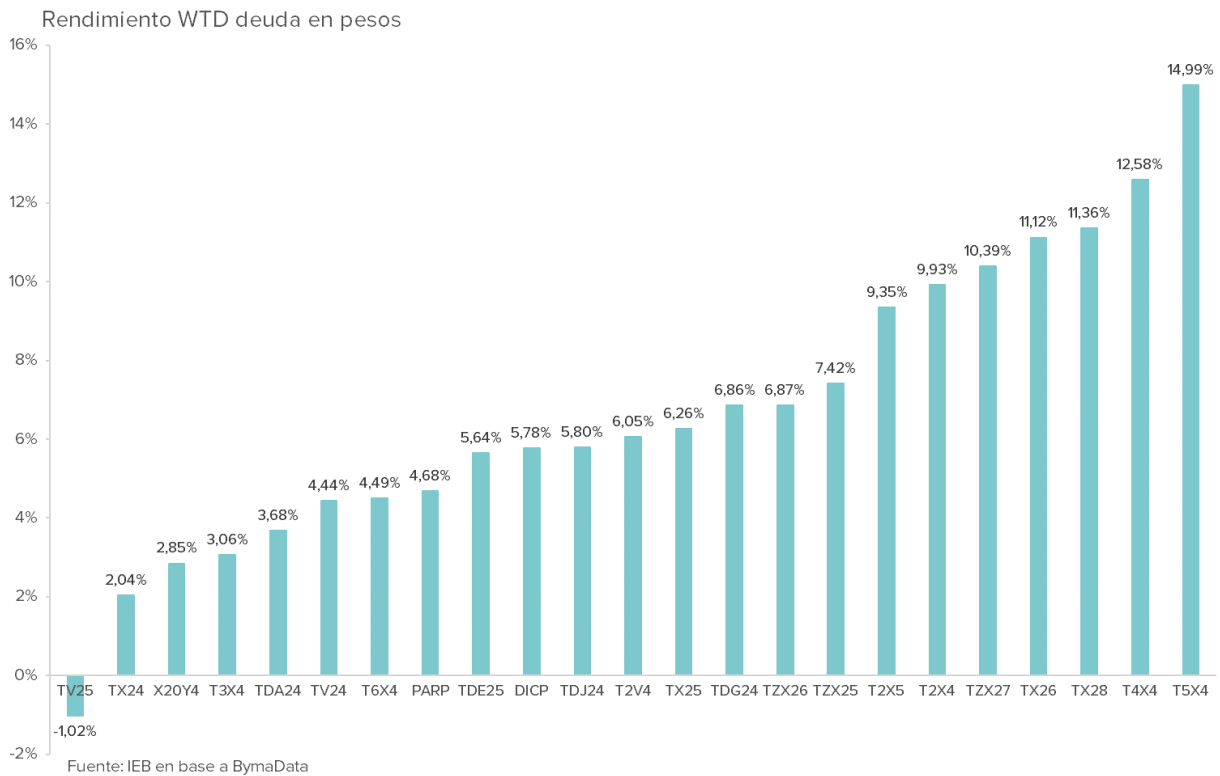
DEUDA EN PESOS

La última semana los bonos CER tuvieron una variación levemente negativa, retrocediendo 0,3% en promedio, aunque la parte larga corrigió 1,24%. Los bonos TZX25 y TZX26 ya habían quedado muy cerca del bid del central al cierre de la semana pasada y este lunes se estima que la autoridad monetaria intervino en el secundario por cerca de \$560.000 MM en estos bonos. Por su parte los bonos DL y duales retrocedieron 3,3% y 3,9% respectivamente acompañando el movimiento en los contratos de dólar futuro de Rofex.

El viernes pasado luego del cierre del mercado el Mecon anunció un canje de la deuda en pesos para los vencimientos de 2024. A cambio ofrecía una canasta de cuatro bonos CER cupón cero a 2025, 2026, 2027 y 2028. Los títulos ofrecidos se entregan con TEAs de -3,90% para el TZXD5, 1,56% para el TZXD6, 1,39% para el TZXD y 2,45% para el TZX28. Tras el anuncio los bonos CER cortos subieron hasta 2% y los largos cayeron hasta -1,5%.

Mientras que al cierre del lunes el BCRA anunció una serie de medidas que incluyeron: la baja en la tasa de política monetaria de 100% a 80% TNA (pasó de 8,33% TEM a 6,67% TEM), la eliminación de la tasa mínima de plazo fijo de 110% y el fin de la operatoria de pasivos pasivos para los FCIs a partir del 18 de marzo (el stock es relativamente pequeño sumando apenas \$13.600 MM). Esto profundiza la licuación de los pasivos remunerados del BCRA reduciendo la emisión endógena por alrededor de \$530.000 MM lo que representa 5% de la base monetaria.

Dado la baja en los rendimientos de los pasivos remunerados a 80%TNA y los plazos fijos que actualmente ofrecen una tasa de 75% TNA, los bonos comprimieron fuertemente sus rendimientos, con los bonos CER subiendo en lo que va de la semana 8% en promedio mientras que los duales y DL lo hacen en 5,5% y 2,5% respectivamente a la expectativa de una mayor brecha cambiaria.



El total de los títulos elegibles sumaban casi \$60 BB a valor de mercado y se estimaba que aproximadamente el 72% del total se encontraba en manos del sector público, donde el BCRA y el FGS son los principales tenedores. En el sector privado los jugadores más importantes eran los bancos que se estima que tienen casi el 15% del total de la deuda en pesos.

El canje logró una aceptación del 77%, aunque los privados según informó el Mecon solo canjearon el 17,5% de sus tenencias. Dentro de las razones por las cuales la participación privada fue reducida estaba la cuestión del descalce de plazos en el que incurren los bancos al no tener el put del central. Con respecto a los FCI, los fondos T+1 por mandato tienen que estar cortos en duration mientras que los fondos DL no tenían instrumentos dólar linked en la canasta ofrecida. Por otro lado, el premio que existía de ingresar al canje era bajo en un principio y luego de la baja de tasa de política monetaria el rally de los bonos CER se concentró en el tramo corto de la curva, principalmente en los títulos con vencimiento en la segunda mitad del 2024, reduciendo aún más los incentivos.

En los bonos X20Y4, T6X4 y TV24 la adhesión al canje no superó el 40%, por lo que se asume que la mayoría de estos títulos estaba en manos del sector privado.

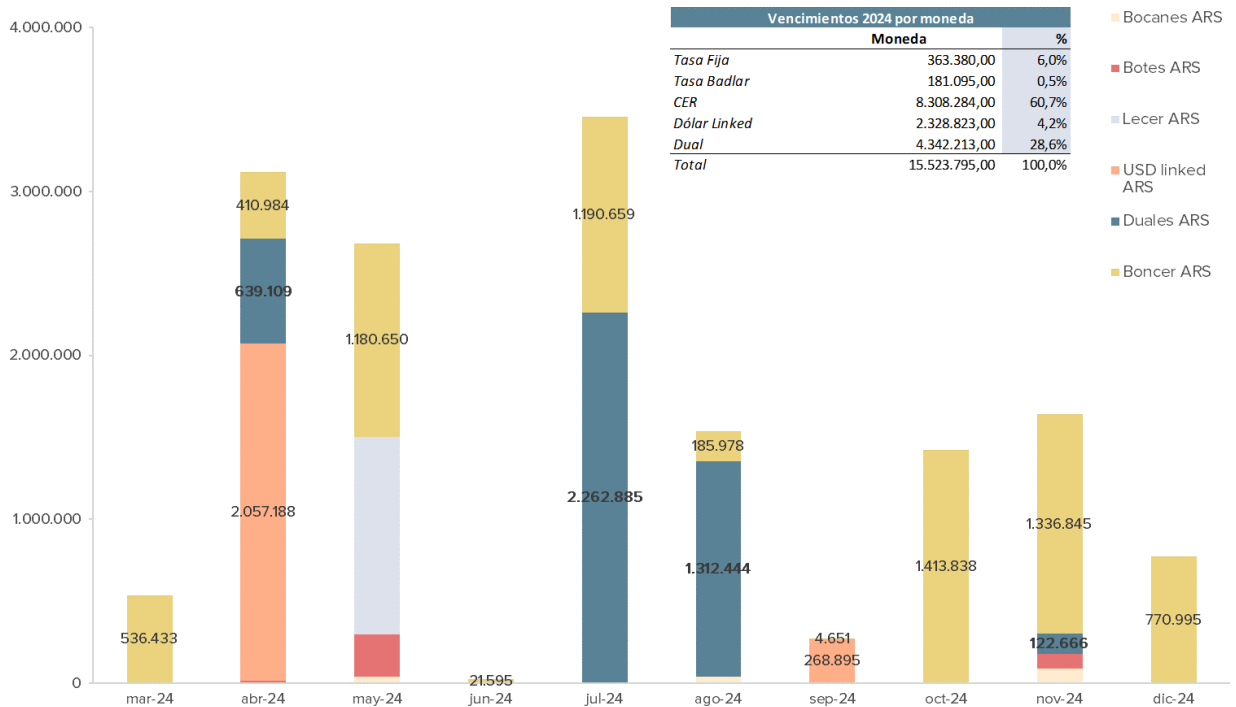
Resultado del Canje			
Bono	Stock Pre Canje (en \$ BB)	Aceptación %	Stock post Canje (en \$ BB)
TX24	4,68	89,4%	0,50
T3X4	2,56	85,9%	0,36
TB24	0,00	47,0%	0,01
X20Y4	1,71	28,9%	1,21
T6X4	1,42	28,9%	1,01
T2X4	3,74	73,1%	1,01
T7X4	0,26	100,0%	0,00
T4X4	8,95	82,7%	1,40
T5X4	4,91	88,4%	0,57
TV24	3,39	39,5%	2,05
TDA24	3,08	79,3%	0,64
TDJ24	4,55	50,3%	2,26
TDG24	5,82	77,5%	1,31
T2V4	1,76	84,8%	0,27
TDN24	9,36	98,7%	0,12
Stock pre canje a VT	55.300.000		
Aceptado	42.416.924		
% de adhesión		77%	

Fuente: IEB en base a Mecon

El canje permitió estirar la duration promedio de la deuda en pesos de 0,46 años a 3 años, reduciendo la carga de obligaciones de este año, lo que ayudaría a conseguir el superávit financiero. Para el resto del 2024 se asume que los vencimientos quedaron enteramente en manos de privados sumando un total de \$15,5 BB. Los próximos vencimientos son el 25 de marzo \$536.000 MM del TX24 y el 15 de abril \$362.000 MM del T3X4. En términos de monedas, los vencimientos de este año son mayoritariamente CER representando un 60% del total, seguido por los bonos duales que representan el 28,6%.

Finalmente en el día de hoy se conoció que la calificadora de riesgo S&P rebajó la deuda en moneda local de largo plazo a “default selectivo” desde CCC-. Este canje fue calificado como un intercambio en situación de dificultad. Sin embargo, la calificadora aclaró que una vez completado el canje de deuda espera que la calificación a largo plazo en moneda local vuelva la categoría CCC por arriba del CCC-. Desde el gobierno afirmaron que el cambio en la calificación es meramente metodológico por la operatoria de manejo de pasivos y que la noticia relevante para el mercado es que S&P subió la calificación de la deuda en moneda local desde CCC- a CCC.

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



Fuente: IEB en base a Mecon.

En la curva en pesos nos gustan los bonos del tramo medio de la curva, específicamente el TX26 y TZ26. También vemos como una buena alternativa el Fondo IEB Ahorro Plus (T+1) cuyo objetivo es obtener una rentabilidad superior a un plazo fijo tradicional invirtiendo en una cartera diversificada de renta fija.

DEUDA EN DÓLARES

La deuda hard dólar, que se encuentra en máximos desde la reestructuración, detuvo el rally la semana pasada. Cerró apenas positiva, subiendo 0,60% en promedio aunque los globales cayeron 0,9%, en una semana buena para la deuda emergente que medida a través del EMB ETF subió 0,90%.

Esta semana arrancó muy bien para la deuda soberana local subiendo hasta el cierre del miércoles 2,2% en promedio con el AL30 y GD30 siendo los bonos con mayores subas de 4,37% y 4,27% respectivamente. Esto se explica puramente por factores idiosincráticos ya que la deuda emergente retrocedió 0,19%. **El martes el Ministro de Economía declaró que el FMI está abierto a un nuevo programa y si dentro de ese programa fuera razonable estaría dispuesto a dar algo más de plata, lo cual fue bien recibido por el mercado.**

Por otra parte, el resultado alentador del canje permite ser optimistas sobre la normalización del mercado cambiario ya que uno de los problemas es que esto afectará la demanda de los bonos en pesos, por lo que la operación de esta semana facilitaría la salida del cepo. La rebaja en la tasa de política monetaria va en la misma línea ya que permite acelerar la licuación de los pasivos remunerados del BCRA al disminuir la emisión endógena. **Además, el BCRA viene recomponiendo reservas de manera acelerada con compras en el MULC desde el**

comienzo de esta gestión superiores a los USD 10.000 MM haciendo que las reservas netas ya se ubiquen en USD -4.000 MM desde los USD -11.000 MM que recibieron.

Hoy comenzó a tratarse el DNU en el Senado que seguirá vigente salvo que sea rechazado por ambas cámaras. Todo esto en medio de un comunicado de la oficina de Milei criticando a la clase política por tener “agenda propia e inconulta” que según los medios se traduce como una crítica del Presidente a Virruel por incluir el tratamiento del DNU en el Senado. Es en este contexto de ruido político que los bonos soberanos operaron a la baja este jueves.

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

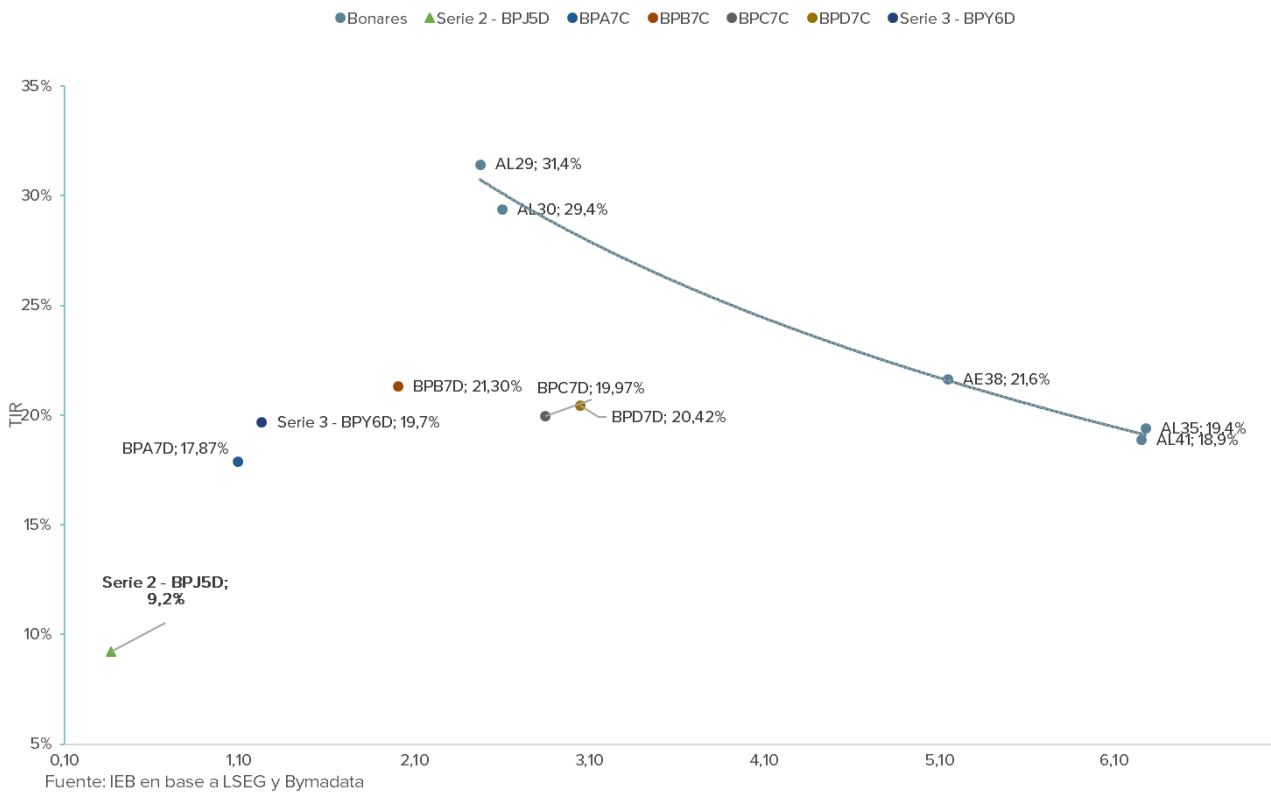


Fuente: IEB en base LSEG.

Por otra parte, la semana pasada el BCRA adjudicó USD 301 MM del Bopreal Serie 3 en la segunda licitación del instrumento. Con esto ya se colocó 26% del monto máximo de emisión, aunque la última licitación tuvo un resultado pobre. El tipo de cambio implícito para quienes liciten esta semana se ubica aproximadamente en \$1.375, lo que lo deja por arriba del CCL de mercado que se ubica en \$1.060. En las próximas emisiones el BCRA también permitirá licitar a importadores con deuda previa al 13 de diciembre cuyo saldo pendiente de pago no esté inscripto en el padrón. Los strips de la serie 1 BPC7D y BPD7C subieron 10% y 24% durante la semana pasada respectivamente, aplanando la curva de los strips dejando a todos los instrumentos con TIRs entre 19% y 21%.

Mientras que la Serie 2 (BPJ5D) sube casi 5% en lo que va del mes comprimiendo la TIR a niveles de 9%, siendo este el bono de menor duration con amortizaciones mensuales que comienzan en julio de este año. Además comenzó a operarse la Serie 3 (BPY6D) con una paridad en torno a USD 75 lo que arroja una TIR de 19,9%.

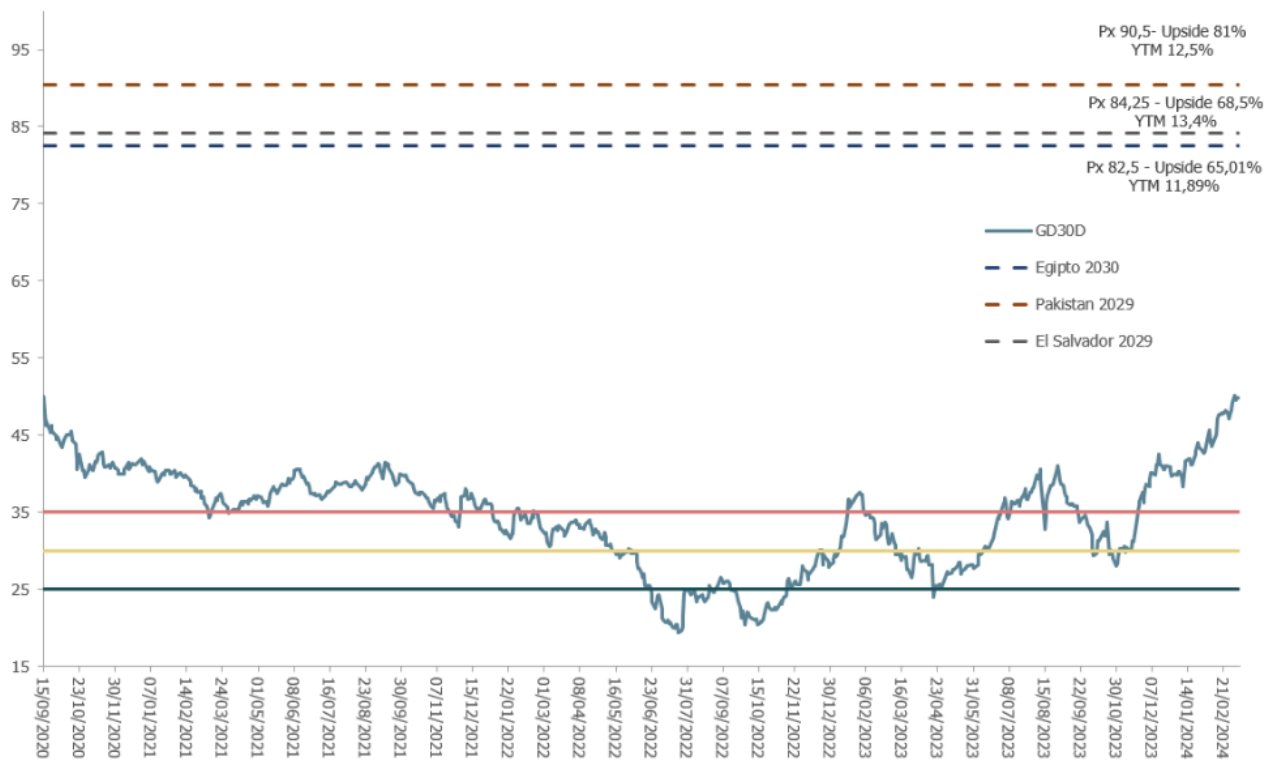
BOPREAL Strips, Serie 2 y 3 vs Soberanos



Si bien la deuda hard dólar se encuentra en niveles máximos desde la reestructuración de Guzman en caso de converger a paridades similares a sus comparables el upside potencial continúa siendo significativo. Para eso todavía tiene mucho trabajo por hacer, principalmente en materia fiscal, desregulación de la economía y estabilización de la macro, para poder acercarse a las métricas de países emergentes con calificaciones crediticias superiores. Si se toman países comparables como Egipto, Pakistán y El Salvador que tienen una calificación de B- y CCC+ según S&P contra CCC- que tiene Argentina actualmente la diferencia de paridades es todavía alta. Si comparamos bonos con duration similar al GD30 estos operan con paridades entre 80% y 90% que se corresponden a TIRs entre 11% y 13%. **El upside potencial para el GD30 si convergiera a estos rendimientos se ubica entre 65% y 80%. Creemos que si la actual administración continúa mostrando resultados como lo viene haciendo los bonos soberanos todavía tienen espacio para comprimir tasas.**

Por otra parte es cierto que nos acercamos a una zona de definición, ya que a partir de enero del próximo año el país tiene que hacer frente a vencimientos semestrales de USD 4.500 MM por lo que se deberá resolver si se vuelve a los mercados de deuda o se encara una nueva reestructuración. Frente a esto creemos que la relación riesgo retorno sigue siendo favorable dado que el downside está bastante acotado en caso de darse un escenario adverso.

GD30D vs Upside Potencial



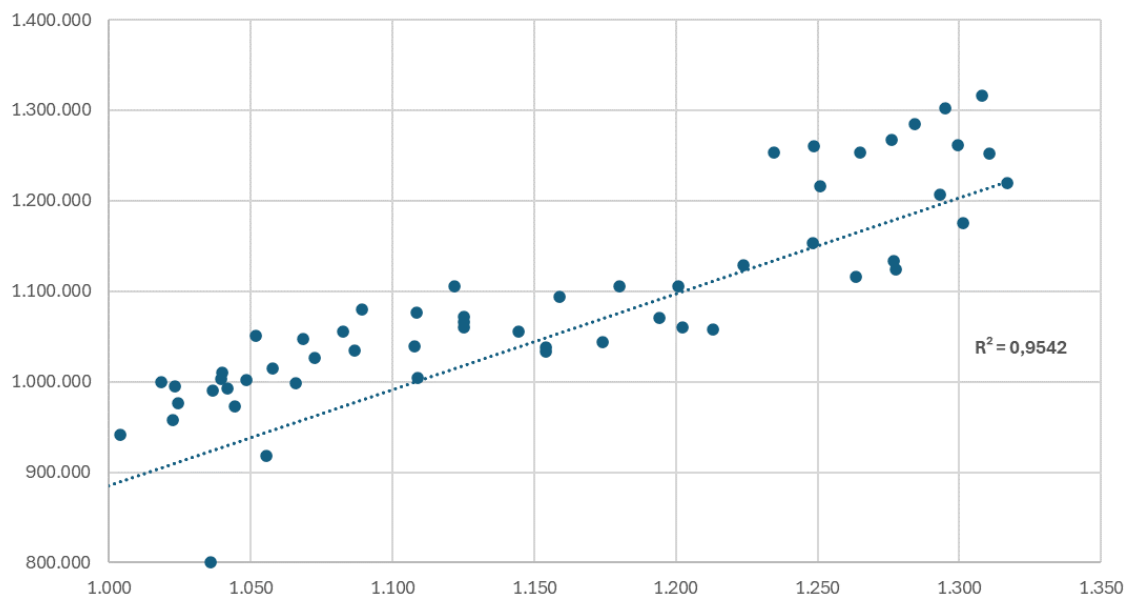
Fuente: IEB en base a LSEG.

Más allá del ruido político que puede afectar la deuda en el corto plazo continuamos siendo constructivos. El próximo desafío más allá de la gobernabilidad será conocer la reacción social en el segundo trimestre del año. Con la recompra de dólares actuales ya se podría hacer frente a los vencimientos de julio 2024 y enero 2025, por lo que los bonos podrían mantenerse performing hasta mediados del año que viene. Creemos que el gobierno está comprometido en corregir los desequilibrios tanto fiscales como monetarios, por lo que a medida que se sigan viendo resultados la deuda todavía tiene espacio para comprimir tasas.

EQUITY ARGENTINO

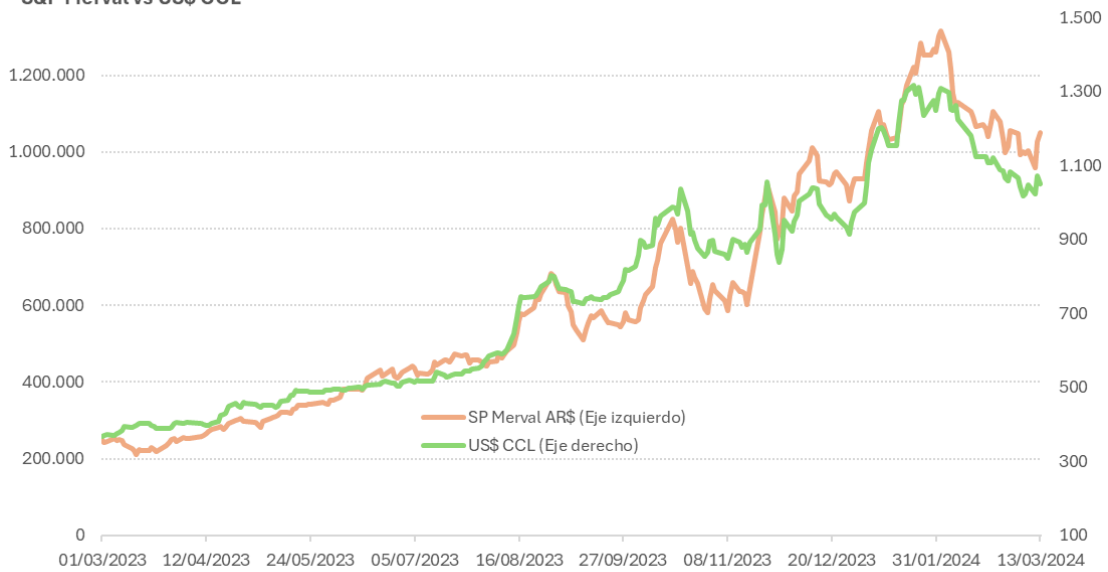
La notable apreciación del peso argentino ha dejado a la Argentina relativamente cara en US\$, el S&P Merval no escapa a esta lógica cerrando el miércoles casi en los US\$1.000. Es notable la correlación que existe entre el índice en AR\$ y la evolución del US\$ CCL.

SP Merval (AR\$) vs US\$ (CCL) - Último año



¿Por qué es importante este análisis? Porque nos permite agregar una perspectiva más en nuestro recorrido semanal sobre los niveles de valuación del mercado de acciones y, aún más importante, trazar algún escenario sobre el derrotero que pueda seguir el índice. Si esperamos una apreciación del AR\$, volveríamos a ver correcciones y, caso contrario, una depreciación podría impulsar al índice al alza.

S&P Merval vs US\$ CCL



Fuente: IEB en base a LSEG

Como mencionamos anteriormente, el S&P Merval continúa con su proceso de lateralización: moviéndose al compás del US\$ CCL oscila en una banda cuyo piso parece ser US\$870 y su techo US\$1.000. Consideramos como el escenario más probable que este proceso continúe en el corto plazo hasta que quede más en evidencia la total viabilidad del programa económico y las reformas políticas que encara la nueva administración.

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



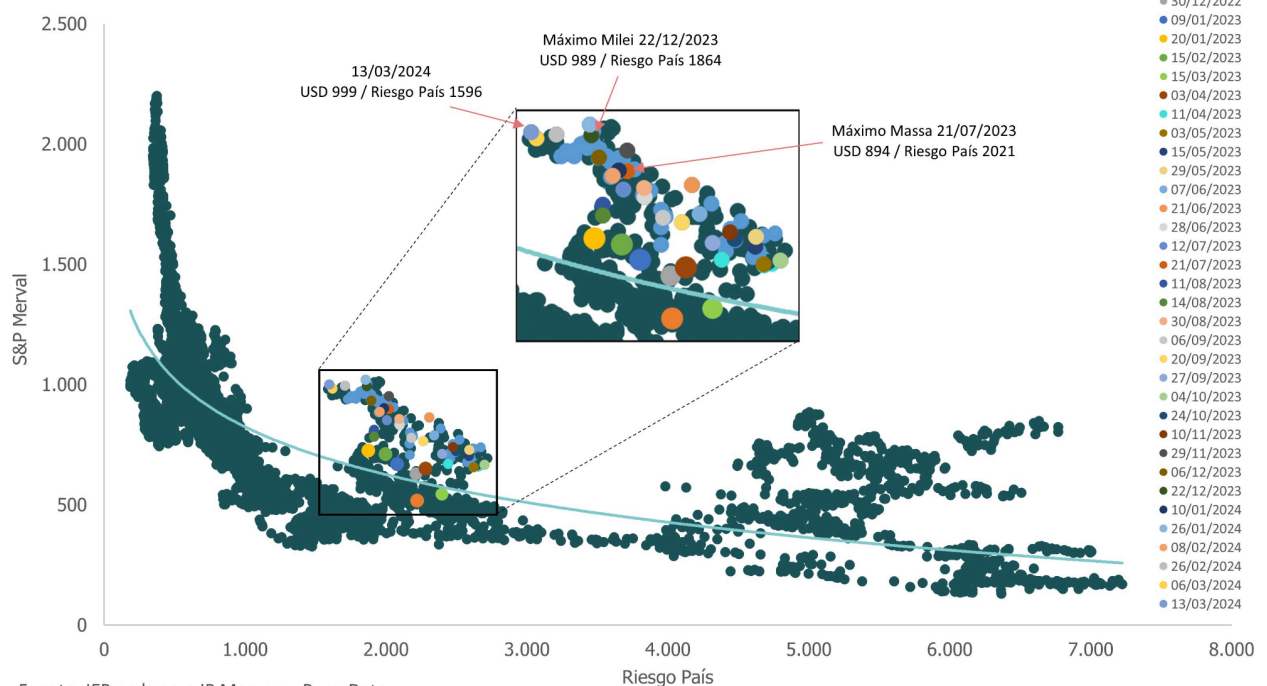
Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

El S&P Merval en relación a los niveles de riesgo país: El sendero que ha venido tomando el equity argentino frente a los niveles de riesgo país asociados nuevamente muestra niveles de sobrevaluación. Si bien la evolución de la deuda soberana en US\$ ha venido teniendo una performance positiva, la misma no alcanza para llevar dicha relación a niveles más acordes.

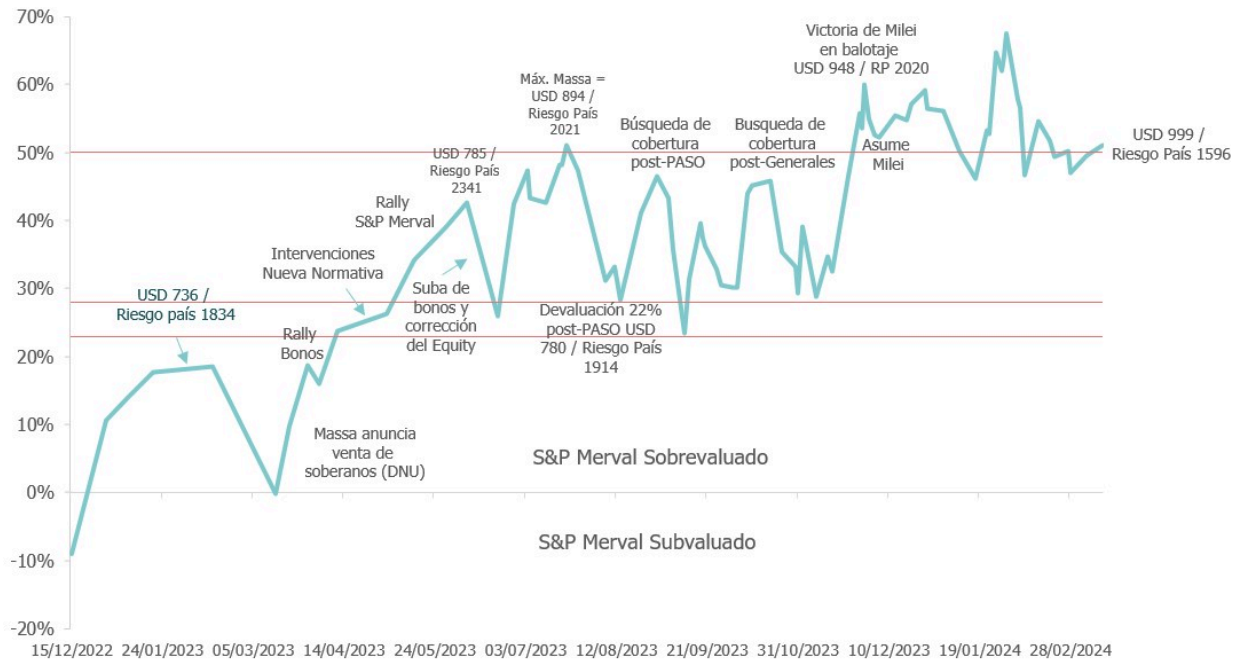
De esta forma, esta perspectiva se complementa con nuestra visión de lateralización ya que aún con la deuda soberana con tendencia positiva, al no “comprimir” la sobrevaluación es difícil argumentar la posibilidad de un nuevo rally en el mercado de equity argentino.

Desde la asunción de Javier Milei el rango de sobrevaluación saltó a niveles de +45% / +60%, volviendo a ubicarse nuevamente cerca del +50%. **Aunque la corrección ha sido notable; continuamos creyendo que hay un desarbitraje entre la renta variable y la deuda soberana y que el mismo aún es alto.**

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

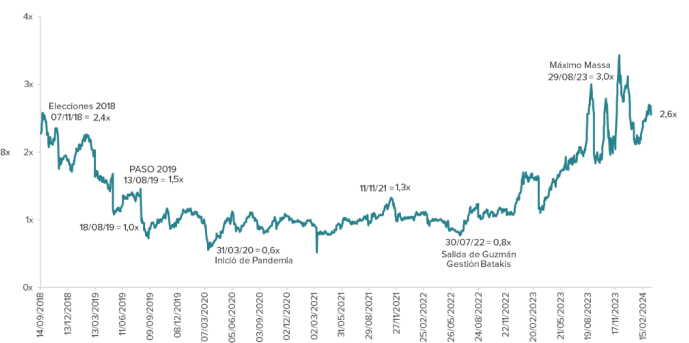
Finalmente, los múltiplos a los que se encuentra cotizando el S&P Merval. Tanto en términos de P/E como de P/BV si bien estos se encuentran lejos de máximos alcanzados en subas anteriores lucen elevados para un contexto en el que las compañías argentinas han reportado resultados que -en líneas generales- fueron flojos. Más aún, mirando hacia adelante el primer semestre luce también desafiante con lo cual estos múltiplos parecerían reflejar una valuación al menos justa.

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.

HECHOS RELEVANTES



La situación con CAMMESA: Durante la semana han surgido noticias sobre los inconvenientes que comienza a causar en el sector eléctrico el retraso con que viene cancelando las deudas CAMMESA. **Vamos a hacer un breve repaso sobre la situación y de qué forma y magnitud afecta a las empresas.**

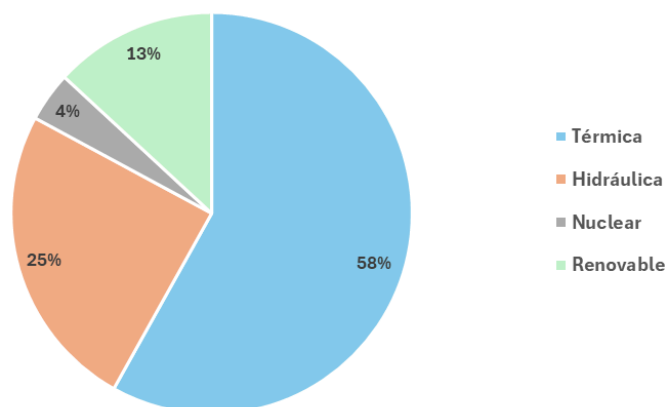
Entre las funciones que tiene CAMMESA, se encuentra la de compensar las cuentas entre los diferentes actores del sector eléctrico. Por un lado las distribuidoras de energía, que cobran sus facturas a los clientes, contraen deudas con dos grupos: las que realizan el transporte de la energía en alta tensión (Transener, entre otras) y las que efectivamente generan la energía eléctrica (Central Puerto, Pampa Energía, entre otras).

El esquema, en la teoría, funciona de la siguiente manera: una distribuidora cobra la factura y le paga a CAMMESA por el cargo de transporte y generación que se le cobra al usuario, quedándose con el VAD (Valor Agregado de Distribución). CAMMESA luego compensa la diferencia entre lo que cobran las distribuidoras y lo que ha acordado con las transportistas y generadoras. Obviamente al ser el monto que recauda menor -por efecto de los subsidios a la energía eléctrica- a lo que debe pagarles, debe girar a dichas empresas más fondos de lo que recauda, requiriendo la asistencia del Tesoro Nacional.

En la práctica, lo que ha venido ocurriendo es que muchas distribuidoras al ver afectados fuertemente sus márgenes no cancelaron en forma total la deuda, con lo cual la situación se agravó aún más. Ya desde antes del recambio presidencial, comenzó a sentirse el retraso en los pagos de CAMMESA, efecto que se agravó con la nueva administración, dada su política de déficit cero.

De forma que durante noviembre, diciembre y enero los pagos estuvieron virtualmente detenidos. Es importante destacar que en el caso de la generación, esto no aplica al total de la capacidad instalada: muchas empresas tienen contratos privados, o han realizado inversiones en nueva capacidad de generación que se cobra en tiempo y forma. No obstante, el impacto en el SADI es importante puesto que gran parte de la capacidad instalada de generación térmica y casi la totalidad de la hidráulica se encuentra afectada por estos retrasos (aproximadamente el 60% de la capacidad instalada se encuentra afectada). La misma suerte corren los transportistas de energía en alta tensión, en cuyo caso, el porcentaje asciende casi al 100%.

Capacidad Instalada del SADI (MW)




Fuente: IEB en base a CAMMESA

Solamente en febrero el sector le solicitó a CAMMESA más de AR\$880.000 MM pero recibió pagos por AR\$140.000 MM. Casos como el de Transener son particularmente complejos puesto que la compañía recibe prácticamente el 100% de sus ingresos de CAMMESA. En el caso de las generadoras la situación, si bien se encuentra lejos de no presentar un inconveniente, no es tan acuciante.

De los dichos y trascendidos podría entenderse que la solución que tiene en mente el gobierno es la siguiente: otorgados los incrementos tarifarios a las distribuidoras y con un mecanismo de actualización que comienza a regir a partir de mayo, el mercado deberá comenzar un sendero hacia una “desintermediación” de CAMMESA. El

problema es que para que esto ocurra será necesario tiempo y entre medio hay costos de operación que es necesario cubrir. Por otra parte, no solamente existe una deuda por el no pago de las distribuidoras; parte de la deuda son justamente subsidios. En la lógica de la administración actual, otorgados los incrementos tanto a la distribución, transporte y generación (las dos primeras incluso con esquemas de actualización) deberá las mismas compañías comenzar a gestionar sus cobranzas a las distribuidoras.

Diversas cámaras y agrupaciones del sector eléctrico le han hecho llegar su preocupación al ministerio de economía. Ayer se realizó una reunión entre referentes del sector y la Secretaría de Energía en la que el secretario habría detallado formas y plazos en los que se pretende avanzar con una reestructuración del sector. La idea que el gobierno tiene en mente es la mencionada anteriormente: una desregulación del sector y la eliminación de CAMMESA como intermediaria transfiriendo los contratos actuales a las distribuidoras. **El punto clave será de qué forma se da solución al stock de deuda acumulado.**

 **La baja en la tasa de pases y los bancos:** El ministerio de economía recortó el lunes la tasa de pases pasivos de 100% a 80% de TNA. Esta medida fue acompañada de la desregulación de la tasa mínima a pagar por plazos fijos por parte de los bancos y eliminar los pases que ofrecía a los FCI. La consecuencia fue un derrumbe de las tasa pasiva pagada por los bancos que, en su gran mayoría, comenzaron a ofrecer TNA de 70%.

La lectura que hacemos para el sector bancario es, en términos generales, positiva. Los aspectos positivos son que permite a los bancos mejorar el margen de intermediación financiera (levemente claro está) pero, además, le permite calzar perfectamente PF con pases sin tener que recurrir a un riesgo que no sea BCRA. El aspecto negativo es que, muy probablemente, dado que en la práctica la tasa real se ha vuelto fuertemente negativa muchos ahorristas considerarán otras alternativas antes de renovar los PF.

Luego del excelente 4T que tuvo el sector bancario (por su exposición a TP) y que analizamos en el semanal anterior y en las notas de resultados de cada uno de los bancos vemos un 1T24 mucho más desafiante. **No obstante, a mediano y largo plazo esta medida apunta a una normalización del sector en el que el descalce entre depósitos y préstamos comience a reducirse paulatinamente. Un mejor margen de intermediación financiera debería redundar en un mejor ROE, indicador que pega de lleno al analizar la valuación de los bancos por P/BV.**

ACCIONES RECOMENDADAS

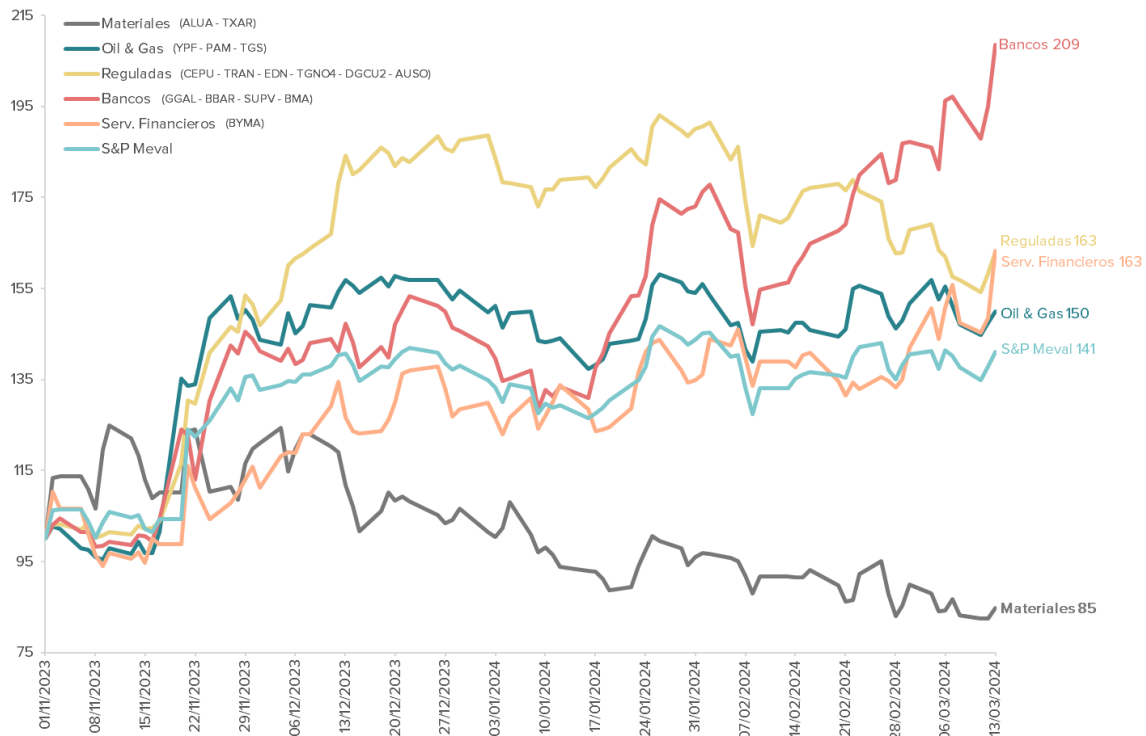
Nuestra selección de acciones no varía sustancialmente con respecto a lo que venimos recomendando:

- **Oil & Gas:** Dentro de este sector continuamos con una visión positiva de **Vista Energy (VIST)**, que en las últimas ruedas ha experimentado un rally importante que la ha llevado a alcanzar máximos históricos y superar los US\$40 por acción. Si bien consideramos que en el corto plazo puede haber una toma de ganancia luego del rally, aún vemos valor en las acciones: el crecimiento proyectado, mejores precios internacionales del Brent, la estrategia correcta y una valuación aún atractiva contribuyen a nuestra visión. También nos resulta atractiva **YPF (YPFD)**, luego de reportar un trimestre bastante aceptable, el plan estratégico presentado por la compañía: focalizar en shale, incrementar Capex en dichas zonas y comenzar un proceso de concesión de áreas convencionales, creemos que es la correcta.



- Reguladas:** Luego del fuerte ajuste que tuvo dicho sector durante gran parte de enero y febrero y ya con incrementos tarifarios aprobados -incluso con sectores que ya poseen un mecanismo de actualización de tarifas- creemos que existe mucho valor aquí. La recomposición tarifaria se traduciría en expansión de márgenes y mayor rentabilidad, en mayor generación de caja, en la posibilidad de encarar nuevos proyectos y/o la distribución de dividendos. De este sector nos resultan especialmente atractivas **Central Puerto (CEPU), Autopistas del Sol (AUSO), Transportadora de Gas del Norte (TGNO4), Transener (TRAN) y Distribuidora de Gas Cuyana (DGPU2)**. En los últimos días ha surgido mucho ruido con respecto a las cobranzas atrasadas que tienen las reguladas del sector eléctrico, como mencionamos anteriormente creemos que nos encontramos en un período de transición hacia un sistema mucho más sano y que brindará rentabilidad a las empresas. El camino puede resultar largo y no exento de altibajos, pero el destino final es, sin dudas, el que más beneficios brindará al sector.

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 portafolio de inversiones propios le otorga no solamente un interesante retorno sino que nuevamente brinda defensividad a bajas.
- 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)**. No obstante nos resulta interesante lo que pueda ocurrir con el **Grupo Financiero Galicia (GGAL)** a la luz de ciertos trascendidos que indicarían que podría llegar a alzarse con la operación del HSBC, transformándose en el banco privado más grande de Argentina. Esta operación creemos que le brindará a GGAL mayor escala y mayor market share, quedará por ver -si es que dicha transacción ocurre- que precio es el que paga GGAL en términos de P/BV. Si el escenario es una normalización del sector y la compra se realiza a un P/BV atractivo vemos mucho potencial. GGAL cuenta con muchísimo expertise local, ha sabido crecer sorteando las numerosas crisis por las que ha atravesado Argentina y al no tener que responder a lineamientos de casas matrices

extranjerías tiene más grados de libertad. Eso, consideramos, le otorga una ventaja solo comparable a la que posee Banco Macro (BMA)

CARTERA DE CEDEARs

La última semana el mercado estadounidense estuvo marcado por la presentación de varios datos económicos. La inflación para el país se situó en 3,2% interanual durante el mes de febrero, frente a un consenso de mercado que estimaba se mantendría en el mismo nivel que en el mes previo (3,1%). Mientras que la Oficina de Estadísticas Laborales informó que se registraron 275 mil nuevas nóminas no agrícolas, 75 mil por encima de lo esperado por el mercado, con una tasa de desempleo que creció hasta el 3,9% según informaron las autoridades.

En este contexto, las tasas de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 2 años se incrementaron 21 bps hasta 4,69%, mientras que el tramo a 10 años lo hizo hasta 4,29%. Por el contrario, los principales índices de acciones retrocedieron entre 1,66% (Nasdaq 100) y 0,37% (S&P 500), siendo el Dow Jones el único que, hasta el momento, registra una variación positiva de 0,1%.

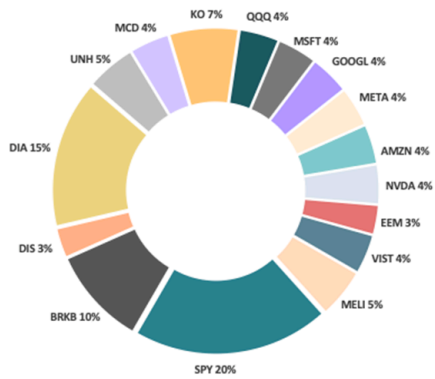
El rally histórico que mantiene el índice S&P 500 desde octubre de 2023, impulsado en gran medida por compañías ligadas a la inteligencia artificial, así como también, por una mayor liquidez y apoyo fiscal, ha dejado valuaciones elevadas, lo que creemos ejercerá cierta exigencia de los analistas sobre las ganancias del 1T24. No obstante, dicho rally le ha permitido a nuestra cartera de CEDEARs acumular un rendimiento de 26,66% en pesos desde comienzos de 2024.

En las primeras dos semanas de marzo, la cartera de CEDEARs logró un rendimiento de 1,14% en pesos y 1,70% en dólares, teniendo en cuenta una contracción de 0,55% en el dólar CCL (medido con ADRs) durante el mismo periodo. De esta forma, la cartera se ubica 1,41% por encima de nuestro benchmark, el SPY (S&P 500), mientras que con respecto al DIA (Dow Jones Industrial Average) y el QQQ (Nasdaq 100) lo hace en 2,33% y 2,41% respectivamente.

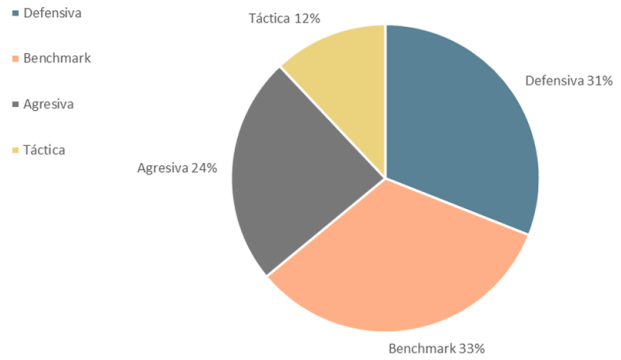
	2024												Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)	
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic			
Cartera	35,69%	-7,71%	1,14%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	88,86%	11,83%
SPY	31,06%	-10,26%	-0,27%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	57,64%	11,03%
DIA	29,96%	-12,67%	-1,16%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40,58%	7,95%
QQQ	30,96%	-10,30%	-1,24%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	53,37%	16,46%
CCL	29,98%	-16,47%	-0,55%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26,57%	-
Cartera en USD	4,39%	10,49%	1,70%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	57,69%	-

Los analistas aún esperan que la Reserva Federal comience con la reducción de las tasas de interés en junio del año corriente, lo que creemos permitirá seguir convalidando las valuaciones actuales en el mercado de equity. Por lo que vemos conveniente mantener la cartera de CEDEARs sin modificaciones.

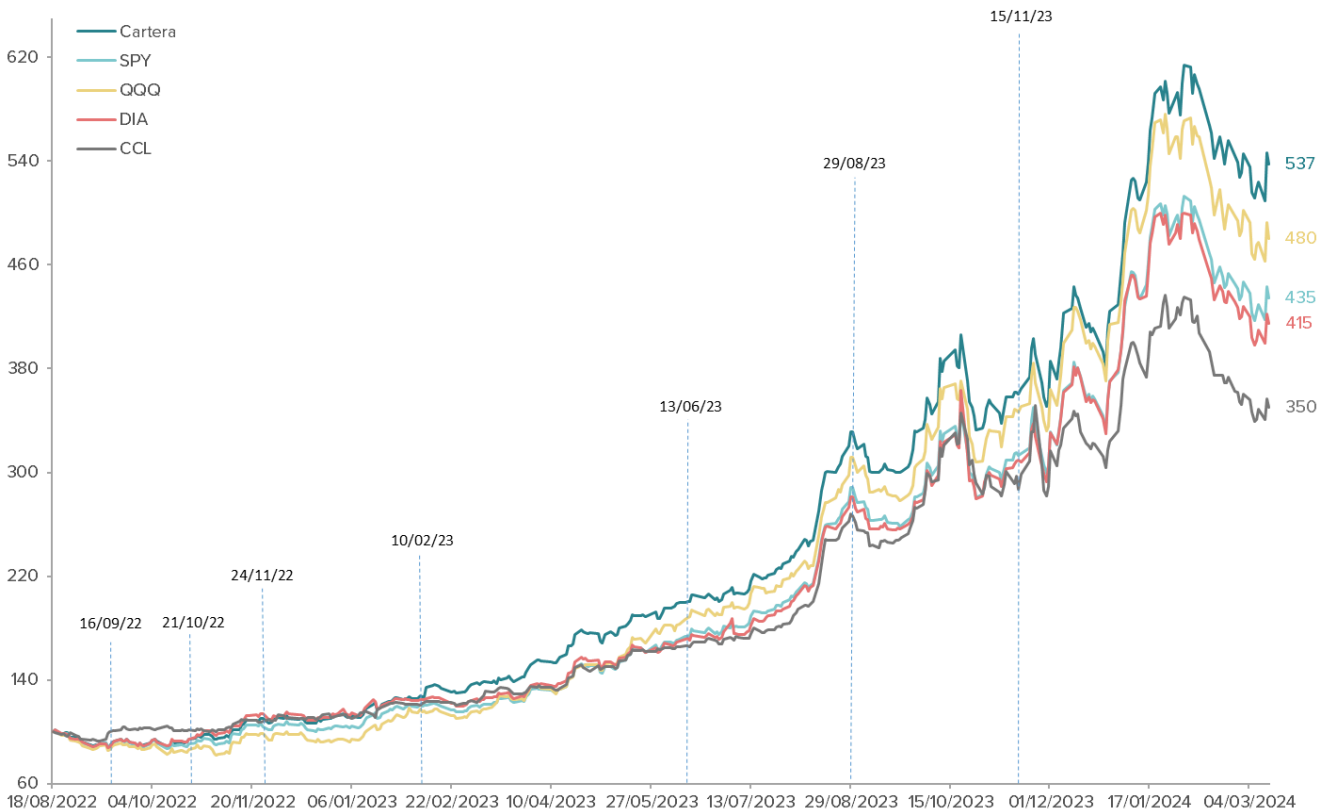
Cartera CEDEARs



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.