

12 de abril de 2024

Argentina Weekly

Desaceleración de la inflación: No fue magia

- En el día de hoy el Indec dará a conocer el dato de inflación a nivel nacional para marzo, mes estacionalmente complicado en cuanto a incrementos de precios dados los aumentos en regulados. El dato será crucial para el gobierno, que estará mirando atentamente el ritmo de desaceleración de la inflación luego de dos meses con resultados sumamente positivos en ese frente y con fuerte ajuste a la baja de expectativas de inflación.
- El notable ajuste a la baja en las expectativas para la inflación de los próximos meses no llega por arte de magia, sino que es resultado de políticas del gobierno apuntadas directamente a anclar expectativas y consecuencias de ellas: la "licuadora", la recesión, y el cepo.
- El mercado pareciera darle la derecha al gobierno y confiar en un sendero de inflación descendente con pendiente sumamente negativa: esta confianza es y seguirá siendo fundamental para el anclaje de las expectativas.
- Luego de una buena semana para la deuda hard dólar, en la que los bonos avanzaron entre 3% y 5%, esta semana corrigieron a la baja influenciados por un contexto internacional desfavorable luego de conocerse el IPC de marzo de Estados Unidos que hace pensar que se podría postergar el primer recorte de tasas retornando la visión de higher for longer. Creemos conveniente diversificar la cartera de soberanos hard dolar estirado duration, incorporando GD35.
- En relación a la deuda en pesos, el jueves con el recorte de tasas que realizó el BCRA llevando la tasa de pases a 70% TNA, los bonos en pesos se dispararon especialmente los bonos largos de la curva CER que subieron 4% en promedio durante el día. Los bonos ya venían subiendo anticipando el recorte de tasas, con la lecap S31E5 operando con una TEM de 4,65% al cierre del miércoles y ayer volviendo a subir 3,6% cerrando en 4,2% TEM. El Tesoro adjudicó \$2,99 BB de los cuales 56,2% fueron al boncer TZXD5, 22,9% a la lecap octubre 2024 y un 20,9% a la lecap febrero 2025. La licitación del bono dolar linked fue declarada desierta.
- Durante la semana el S&P Merval sobrepasó los 1.200 puntos en US\$ CCL. En estos niveles nuevamente cobra relevancia la pregunta: ¿Estamos frente a un mercado sobrevaluado? ¿Hay fundamentos para que continúe el rally?. Abordamos la respuesta desde dos dimensiones: la internacional y la local.
- Nuestra estrategia es conformar una cartera con una estrategia que intente capturar el potencial de suba, con un componente importante defensivo. Para ello sobre ponderamos el sector Oil & Gas (PAMP, YPFD, TGSU2), algo de reguladas (TGNO4, CEPU) y sectores / acciones con mucho potencial de upside, pero cíclicas y/o muy volátiles.

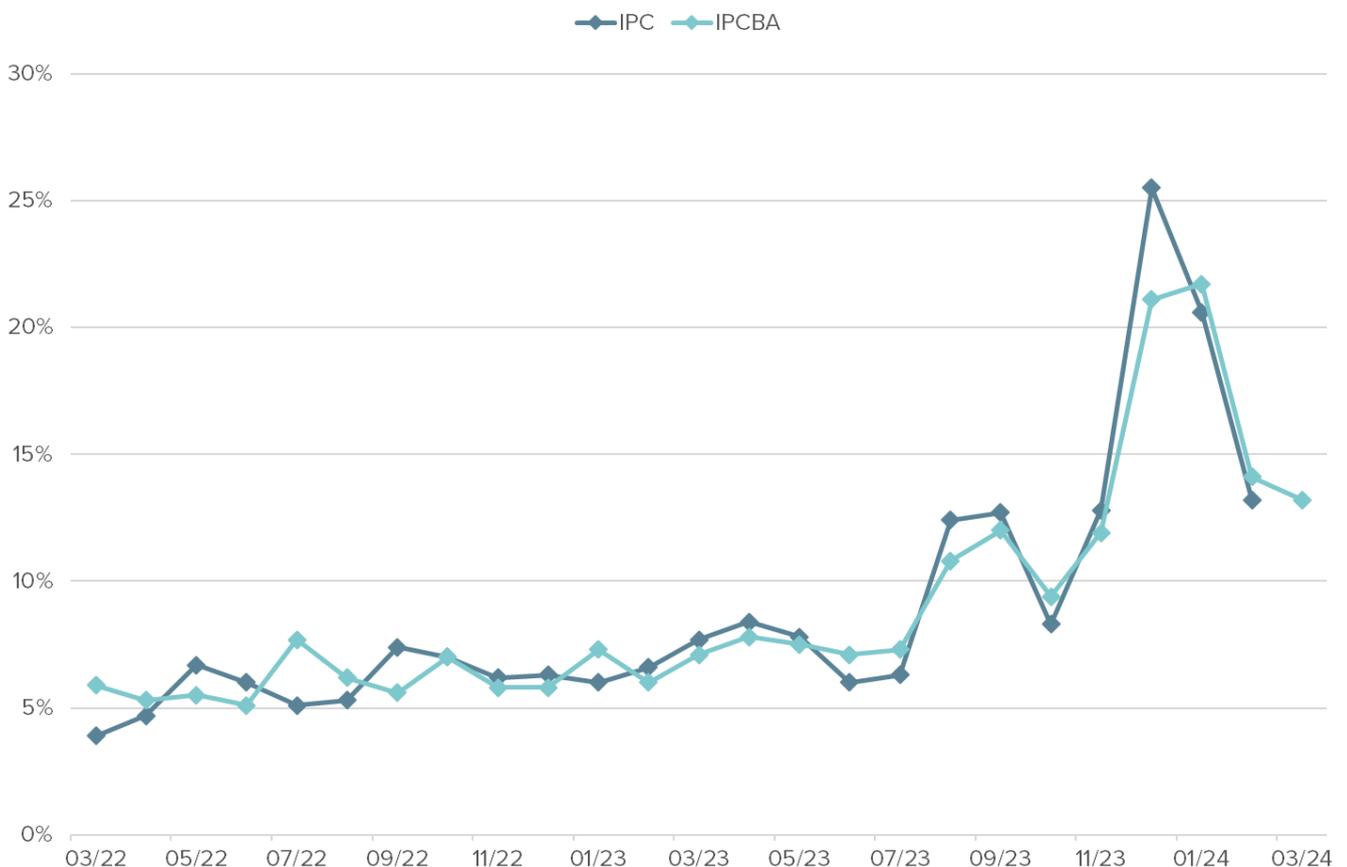
ECONOMÍA

En el día de hoy el Indec dará a conocer el dato de inflación a nivel nacional para marzo, mes estacionalmente complicado en cuanto a incrementos de precios dados los aumentos en regulados, particularmente educación, prepagas y los ligados a vivienda. El dato será crucial para el gobierno, que estará mirando atentamente el ritmo de desaceleración de la inflación luego de dos meses con resultados sumamente positivos en ese frente y con fuerte ajuste a la baja de expectativas de inflación.

En la antesala de la publicación del dato a nivel nacional, la Dirección General de Estadísticas y Censos del Gobierno de la Ciudad anunció una inflación del 13,2% en CABA, reflejando una desaceleración luego del 14,1% de febrero, aunque morigerando el ritmo de caída. Los rubros con mayores aumentos resultaron ser Educación (+36,8%), Información y Comunicación (+24,5%), y Vivienda (+17,9%), tal como se suele observar históricamente en marzo. A nivel categorías los mayores incrementos se dieron en Regulados con 22,4%, mientras que los Estacionales anotaron una suba del 5,4%.

Desde su lanzamiento, el IPCBA suele funcionar como proxy para el dato a nivel nacional, con una diferencia promedio entre los dos índices de tan sólo 0,08% desde marzo-22. No obstante, los últimos dos meses se caracterizaron por diferencias significativas en las dos mediciones, con la inflación de CABA midiendo niveles muy por sobre la nacional, quedando abierta la posibilidad de que el dato a conocer hoy continúe con ésta tendencia.

Inflación Nacional y CABA



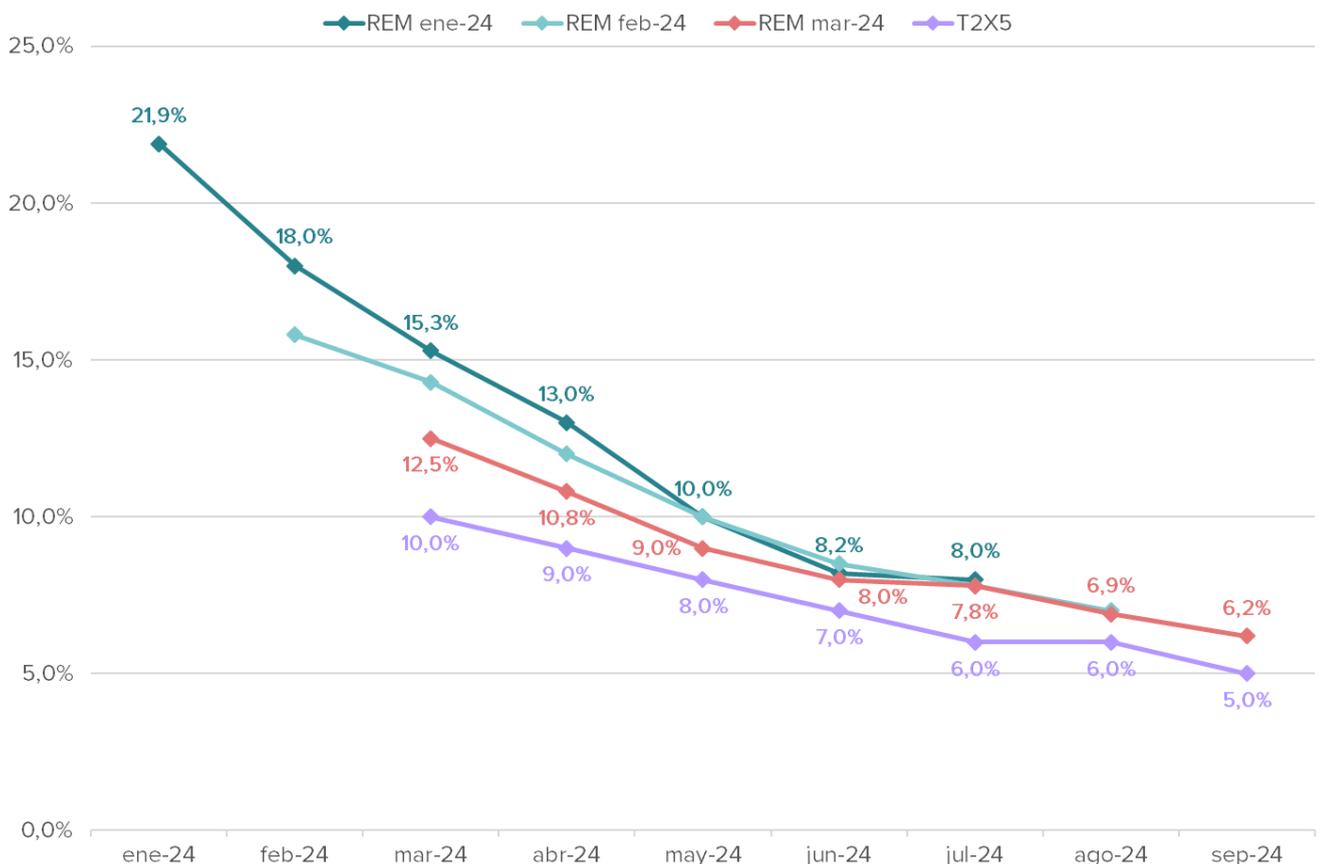
Fuente: IEB en base a Indec y Dirección General de Estadística y Censos

Adicionalmente, el lunes el BCRA publicó el último Relevamiento de Expectativas de Mercado, el cual continuó exponiendo la tendencia de expectativas inflacionarias a la baja al igual que las ediciones previas. En esta oportunidad, los consultados pronosticaron una inflación del 12,5% para el último mes desde 14,3% en la última encuesta, además de que se llegaría a un dígito tan pronto como mayo. No obstante, con los últimos datos y declaraciones el relevamiento parecería haber quedado desactualizado.

En diálogo con TN, el ministro Caputo aseguró que la inflación de marzo se encontraría en torno al 10%, muy por debajo de lo esperado por los consultados en el relevamiento, incluso asegurando que algunos precios se están ajustando a la baja y que “no hay razones macroeconómicas para que haya inflación”. El mercado pareciera creerle al titular de la cartera de Economía, quien en los dos meses previos acertó en su pronóstico, y ajustó la inflación “breakeven” entre instrumentos a tasa fija e indexados por CER hasta alcanzar el 10%.

Esta situación se sostiene en los pronósticos para la inflación del 2024, con los consultados en el último REM esperando un nivel de inflación por debajo del 2023: 189,4% interanual desde 210,2% en el relevamiento previo.

Expectativas de inflación mensual



Fuente: IEB en base a BCRA y BYMA

Este notable ajuste a la baja en las expectativas para la inflación de los próximos meses no llega por arte de magia, sino que es resultado de políticas del gobierno apuntadas directamente a anclar expectativas y consecuencias de ellas. En primer lugar, el duro apretón monetario con el objetivo de sanear el balance del BCRA, la “licuadora”. En segundo lugar, y como resultado de la primera, una fuerte contracción de la actividad económica, receta clásica para el control de inflaciones elevadas. No menos importante es el sostenimiento del cepo.

Pese a que la Base Monetaria ya se encontraba en niveles históricamente bajos previo a la asunción de Milei, la prácticamente nula emisión desde el 10 de diciembre en conjunto con la acumulación de más de 70% de inflación ha hecho posible una contracción superior al 30% en términos reales de la Base: hoy no hay pesos en la calle.

Sumado a esto, el sostenimiento de una tasa de política monetaria negativa en términos reales le ha permitido al BCRA licuar su stock de pasivos remunerados, generando intereses a un ritmo menor a la inflación y derivando en una contracción de los mismos de más del 20%. Este es un compromiso en el que el BCRA difícilmente ceda en los próximos meses, continuando con bajas de tasas conforme caiga la inflación, como se anunció ayer, y buscando que el saneamiento del balance de la autoridad monetaria continúe contribuyendo en la lucha contra la inflación.

Base Monetaria Ajustada por Inflación (media móvil 10 días) - ARS MM



Fuente: IEB en base a BCRA, Indec

Este vaciamiento de pesos de la plaza ha tenido un impacto fortísimo sobre la actividad económica, la cual lleva acumulado en el año importantes caídas en diversos sectores, con algunos replicando las contracciones registradas en la pandemia y la gran mayoría profundizando su caída en marzo con respecto a las registradas en febrero. El sector más afectado ha sido el de la construcción: el índice Construya registró en marzo una caída interanual del 40%, y los despachos de cemento medidos por AFCP cayeron un 42,9% versus marzo-23.

El enfriamiento de la economía conforma la respuesta clásica al problema de elevada inflación, desincentivando el consumo y empujando a una desaceleración en incrementos de precios. La clave con la mirada hacia adelante estará en la salida de la recesión una vez domada la inflación, duda que aún no tiene respuesta.

Indicadores de Nivel de Actividad

	Enero	Febrero var. i.a.	Marzo
Imp. Créditos y Débitos	-15,7%	-4,1%	-12,8%
Patentamientos motos	-18,7%	-14,2%	-43,3%
Patentamientos autos	-32,7%	-18,7%	-36,6%
Producción autos	-16,7%	-19,0%	-29,4%
Índice Construya	-29,2%	-26,6%	-40,0%
Despachos Cemento	-20,0%	-23,3%	-42,9%
Ventas minoristas PyMEs	-28,5%	-25,5%	-12,6%
Préstamos en ARS a privados	-35,2%	-35,0%	-27,1%

Fuente: IEB en base a diversas fuentes

Resulta importante destacar también el rol del cepo en el anclaje de expectativas inflacionarias, con el sostenimiento del crawling peg al 2% mensual siendo posible únicamente en un contexto de control de capitales. Con las posibilidades de devaluaciones en el corto plazo despejadas - tanto el Ministro de Economía como el Presidente han asegurado que no hay razón actualmente para modificar el ritmo devaluatorio - el camino para los próximos meses es transitable con menor incertidumbre, permitiendo que los precios dejan de ajustar con la mirada puesta en el tipo de cambio, y si lo hacen, será con un desplazamiento del 2%.

Mientras el gobierno continúa concentrando sus esfuerzos en el control de la inflación y la desaceleración de la misma, el mercado pareciera darle la derecha y confiar en un sendero de inflación descendente con pendiente sumamente negativa: esta confianza es y seguirá siendo fundamental para el anclaje de las expectativas. No obstante, un paso en falso, tal como sería un dato de inflación por encima del consenso del mercado en el día de hoy, podría poner en jaque dicha confianza y modificar rápidamente lo esperado para los próximos meses.

DEUDA EN PESOS

Dentro del universo en pesos, los bonos tasa fija fueron los de mejor desempeño la semana pasada con la Lecap S31E5 y el TO26 subiendo 5,42% y 7,47% respectivamente. Esta semana la Lecap vuelve a subir 4,56% y ya opera con una TEM de 4,4% comprimiendo fuertemente desde los 5,5% a los que había salido en la licitación. Mientras que los bonos CER del tramo medio y largo también tuvieron avances importantes antes del recorte de tasas, acumulando subas de casi 11% en promedio desde la última semana. **De esta forma el mercado ya especulaba con otra baja de tasas a la espera del dato de inflación de marzo que se conocerá este viernes. El jueves con la baja de tasas que realizó el BCRA llevándola a 70% TNA, los bonos en pesos se dispararon especialmente los bonos largos de la curva CER que subieron 4% en promedio durante el día.**

Luego de conocerse la baja de tasas por parte del BCRA la Lecap vuelve a subir otro 3,6% este jueves operando con una TEM de 4,2%. Calculando la inflación breakeven del T2X5 con respecto a la Lecap se observa que el mercado pricea una inflación para el 2024 muy por debajo de las estimaciones de las consultoras, Una diferencia en torno a 43% para este año. **Es decir, la Lecap tiene en precio un escenario optimista en relación a la inflación en el cual esta se desacelera de forma sostenida durante todo el año.**

Por otra parte, si se proyecta un sendero para la tasa Badlar que te deje con un retorno idéntico a la lecap, esta podría seguir con un sendero a la baja que incluso podría quedar positiva en términos reales a final de año.

Inflacion implicita y Badlar breakeven contra Lecap (S31E5)					
Mes	BADLAR Breakeven con Lecap	Inflación Breakeven Lecap - T2X5	REM Marzo	Diferencial	Diferencia Badlar vs infla implicita (TEA)
Marzo	71,00%	10,0%	12,50%	-2,50%	-36,5%
Abril	70,00%	9,0%	10,80%	-1,80%	-29,8%
Mayo	60,00%	8,0%	9%	-1,00%	-28,7%
Junio	60,00%	7,0%	8%	-1,00%	-20,3%
Julio	60,00%	6,0%	7,80%	-1,80%	-10,8%
Agosto	50,00%	6,0%	6,90%	-0,90%	-18,9%
Septiembre	50,00%	5,0%	6,20%	-1,20%	-9,1%
Octubre	50,00%	4,0%	6,0%	-2,00%	1,9%
Noviembre	50,00%	3,0%	5,5%	-2,53%	14,5%
Diciembre	40,00%	3,0%	5,5%	-2,53%	4,0%
Enero	40,00%				

Inflación 2024

146,22%	189,40%	-43,18%
---------	---------	---------

En esta licitación el Tesoro ofreció 2 nuevas lecaps, una a octubre 2024 (S14O4) y otra a febrero 2025 (S28F5), y volvió a ofrecer el boncer TZXD5 y el bono dólar linked TZV25. En esta ocasión enfrentaba un vencimiento relativamente pequeño de \$450.000 MM correspondiente al T3X4.

El BCRA había anunciado que licitará puts sobre la lecap febrero (S10F5) y el TZD25 permitiendo que los bancos lo demanden en mayor medida dado que al tener el put no computan para el límite de exposición al sector público de 75% de la RPC. En esta ocasión los puts solo podrán ser ejercidos 30 días antes del vencimiento del bono.

El Tesoro adjudicó \$2,99 BB de los cuales 56,2% fueron al boncer TZXD5, 22,9% a la lecap octubre 2024 y 20,9% a la lecap febrero 2025. La licitación del bono dolar linked fue declarada desierta. Las lecap cortaron a unas tasas efectivas mensuales de 4,75% y 4,5% respectivamente. El Tesoro anunció que el financiamiento neto conseguido de 2,4 BB se destinará a la compra de dólares para el pago de cupones y amortizaciones de los globales y bonares. Con esto podrá comprar alrededor de USD 2.770 MM sumado a los cerca de USD 2.000 MM comprados anteriores ya cubre los vencimientos de julio y parte de los de enero. El próximo gran vencimiento es el 30/04 donde operan \$2,7 BB del TV24 y TDA24.

Resultado de la licitación del Tesoro 11/4/24 (en ARS MM)						
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte TEM/TNA	% del total adjudicado
S14O4	14/10/2024	\$ 852.839	\$ 687.893	\$ 687.893	4,75% TEM	22,9%
S28F5	28/2/2025	\$ 744.748	\$ 626.761	\$ 626.761	4,5% TEM	20,9%
TZV25	30/6/2025	Desierta				
TZXD5	15/12/2025	\$ 1.243.745	\$ 1.145.932	\$ 1.684.521	CER-13,31%	56,2%
Total		\$ 2.841.332	\$ 2.460.586	\$ 2.999.175		100%

Para el segundo trimestre, consideramos tres posibles escenarios: el primero que implica una continuación del crawling de 2% postergando la unificación cambiaria para final de año, con la inflación desacelerando en línea con el sendero que pricea implícitamente la lecap. Aquí el gobierno prioriza seguir reduciendo los agregados monetarios a través de la baja de tasas.

Un segundo escenario sería aquel donde la inflación no cede tan rápido como espera el mercado lo que impediría que la autoridad monetaria siga recortando tasas y generaría que el tipo de cambio oficial se atrase más rápidamente. En este escenario seguimos viendo la unificación cambiaria a final de año pudiendo existir cierta presión sobre el CCL.

Por último, consideramos como un tercer escenario una unificación cambiaria que podría ocurrir a mitad de año dado que, si un nivel de reservas netas objetivo para levantar los controles cambiarios es de USD 15.000 MM, al ritmo que viene comprando divisas el BCRA en el MULC esto se podría alcanzar para julio. Alternativamente se podría acceder a financiamiento externo que facilitaría las cosas. Aquí también surge la pregunta si se realiza con un salto discreto del tipo de cambio y esto aceleraría nuevamente la inflación o si dada la fuerte contracción de la actividad económica y los agregados monetarios el impacto en los precios no sería significativo.

Escenario a julio: Statu Quo							
Mes	Devaluación	Devaluación acumulada	TC Oficial	Inflación	Brecha	CCL	
ene-24	2,0%	3,0%	\$ 825	20,6%	40%	\$ 1.155	
feb-24	2,0%	5,1%	\$ 842	13,2%	30%	\$ 1.095	
mar-24	2,0%	7,2%	\$ 859	10,0%	30%	\$ 1.117	
abr-24	2,0%	9,3%	\$ 876	9,0%	20%	\$ 1.052	
may-24	2,0%	11,5%	\$ 894	8,0%	20%	\$ 1.073	
jun-24	2,0%	13,7%	\$ 912	7,0%	20%	\$ 1.094	
jul-24	2,0%	16,0%	\$ 930	6,0%	0%	\$ 930	

Escenario Inflación Lecap y crawling 2%				
Vencimiento	Exit yields		TEAs	TEM
30/6/2024	al vto	TDJ24 (DL)	-40,92%	-4,29%
30/6/2024	al vto	TDJ24(CER)	91,57%	5,57%
30/4/2024	al vto	TV24	106,46%	6,23%
9/11/2026	-10%	TX26	159,26%	8,26%
9/11/2026	-5%	TX26	104,15%	6,13%
9/11/2026	0%	TX26	63,28%	4,17%
30/6/2025	-16%	TZX25	156,41%	8,16%
30/6/2025	-11%	TZX25	114,21%	6,55%
30/6/2025	-6%	TZX25	80,69%	5,05%
30/6/2026	-8,5%	TZX26	135,29%	7,39%
30/6/2026	-3,5%	TZX26	66,27%	4,33%
30/6/2026	1,5%	TZX26	19,30%	1,48%
30/6/2027	-3,5%	TZX27	150,40%	7,95%
30/6/2027	1,5%	TZX27	50,83%	3,48%
26/7/2024	a vto	T2X4	99,25%	5,91%
14/10/2024	-33%	T4X4	109,77%	6,37%
14/10/2024	-28%	T4X4	100,00%	5,95%
14/10/2024	-23%	T4X4	91,10%	5,55%
13/12/2024	-26%	T5X4	140,92%	7,60%
13/12/2024	-21%	T5X4	105,43%	6,18%
20/5/2024	al vto	T6X4	72,61%	4,65%
31/3/2025	-1,5%	TV25	21,6%	1,64%
31/3/2025	-10%	TV25	49,2%	3,39%
31/3/2025	-20%	TV25	94,5%	5,70%
30/9/2024	-3,5%	T2V4	16,56%	1,29%
30/9/2024	-15%	T2V4	25,26%	1,89%
30/9/2024	-25%	T2V4	34,55%	2,50%

Continuamos prefiriendo los bonos CER sobre la tasa fija de cara a un dato de inflación que si bien el gobierno lo espera en valores cercanos a 10%, el dato de inflación de CABA mostró ser sustancialmente más alto (13,2%) por lo que el diferencial entre el dato nacional y el de CABA esta vez debería ser alto en términos históricos para que hoy el dato esté en valores cercanos a las estimaciones del gobierno, ya que como mencionamos en la sección de economía la diferencia promedio entre ambas mediciones desde marzo 2022 es 0,08%. La lecap como mencionamos ya pricea un sendero optimista de inflación, mientras que los bonos DL continuaran devengando un 2%, dado que creemos que el crawling continuará con este ritmo por un tiempo más como muestran los contratos de futuros cuyas forwards de devaluación se vienen alineando con este escenario.

Nos seguimos inclinando por el TZX25 y TX26, como también el Fondo IEB Multiestrategia (CER) que invierte en una cartera diversificada de renta fija ajustable por CER /UVA y que actualmente tiene un duration en meses de 14,23.

DEUDA EN DÓLARES

Luego de una buena semana para la deuda hard dolar, en la que los bonos avanzaron entre 3% y 5%, esta semana corrigieron a la baja influenciados por un contexto internacional desfavorable luego de conocerse el IPC de marzo de Estados Unidos que hace pensar que se podría postergar el primer recorte de tasas retornando la visión de *higher for longer*. Luego de conocerse el dato de inflación ayer a la mañana, la deuda soberana local cayó 3,5% promedio mientras que el universo emergente se desplomó 1,58% medido a través del EMB ETF. Esto fue la respuesta a que las tasas de los bonos del Tesoro americano a 2 y 10 años subieran 19 bps. Esta tendencia en los créditos emergentes podría continuar si la tasa libre de riesgo continúa ajustando.

Con respecto al plano local somos optimistas de que el dato fiscal de marzo volverá a arrojar un resultado positivo mientras que el BCRA podrá seguir comprando dólares en el MULC recomponiendo reservas, que si bien se desaceleraron en el margen creemos que volverá a los niveles previos cuando el agro comience a liquidar la cosecha gruesa. Mientras que el BCRA vuelve a bajar la tasa de política monetaria acelerando la licuación de los agregados monetarios y el saneamiento de su balance.

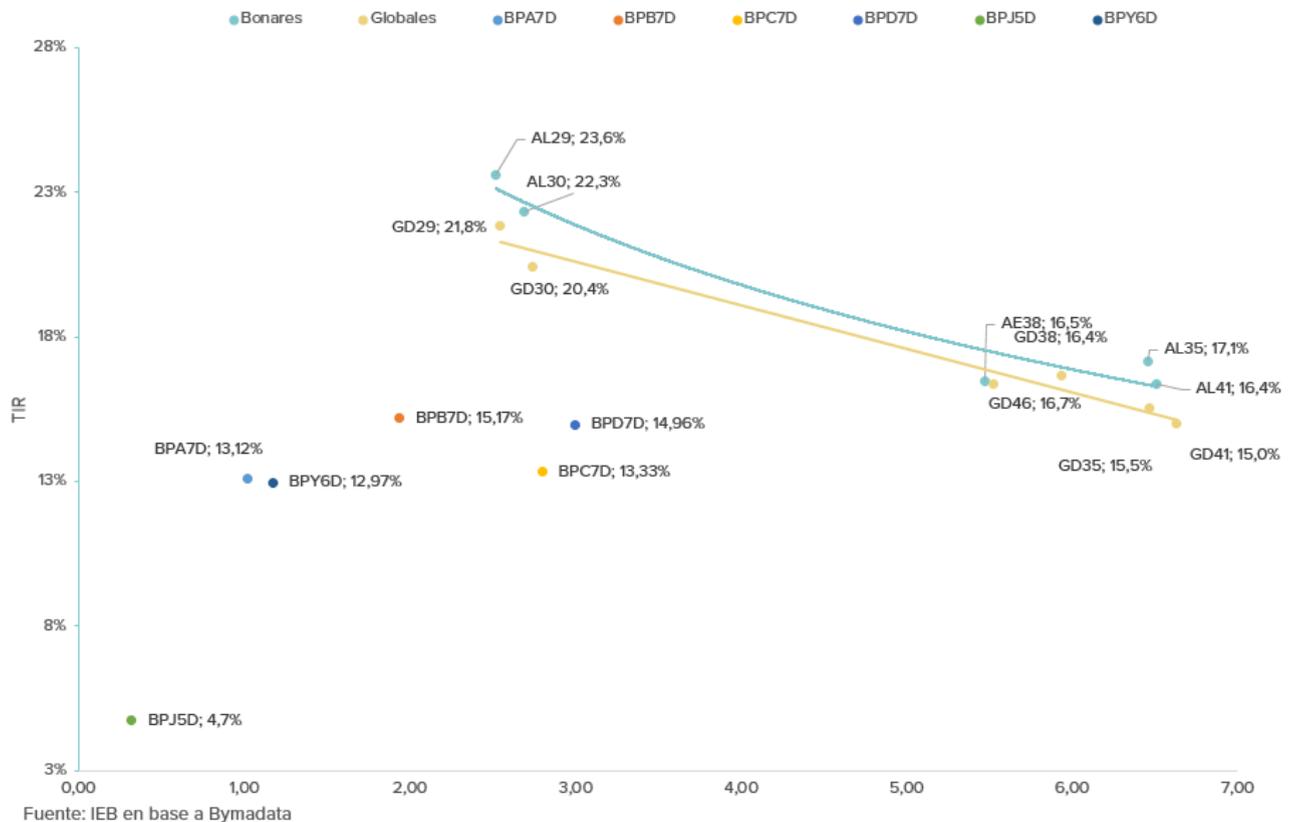
EMB vs. Globales vs Tasa Treasury 10yr (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base LSEG.

Esta semana el BCRA volvió a llevar a cabo una licitación del Bopreal Serie 3 donde colocó apenas USD 103 MM, restando colocar USD 1.917 MM, casi un 64% del monto máximo. El dólar implícito al que accede el importador en la licitación se encuentra en torno a \$1.280 un valor que se ubica arriba del CCL de mercado. El Serie 3 (BPY6D) sube 5,96% en lo que va del mes y ya opera con una TIR de 12,97%. Mientras que el Bopreal más corto, el Serie 2 (BPJ5D), opera con una paridad de 96,6% contra MEP con una TIR de 4,7%. **Recordemos que la CNV flexibilizó la operatoria de CCL por la diferencia entre los USD 100 y el precio de venta en el secundario del bopreal, exceptuando del límite de venta de USD 200 MM diarios, el parking de 1 día y las restricciones para hacer CCL tomando caución. Hasta ahora solo estaba exceptuado de estas restricciones cuando se hacía CCL con bopreales comprados en el primario.**

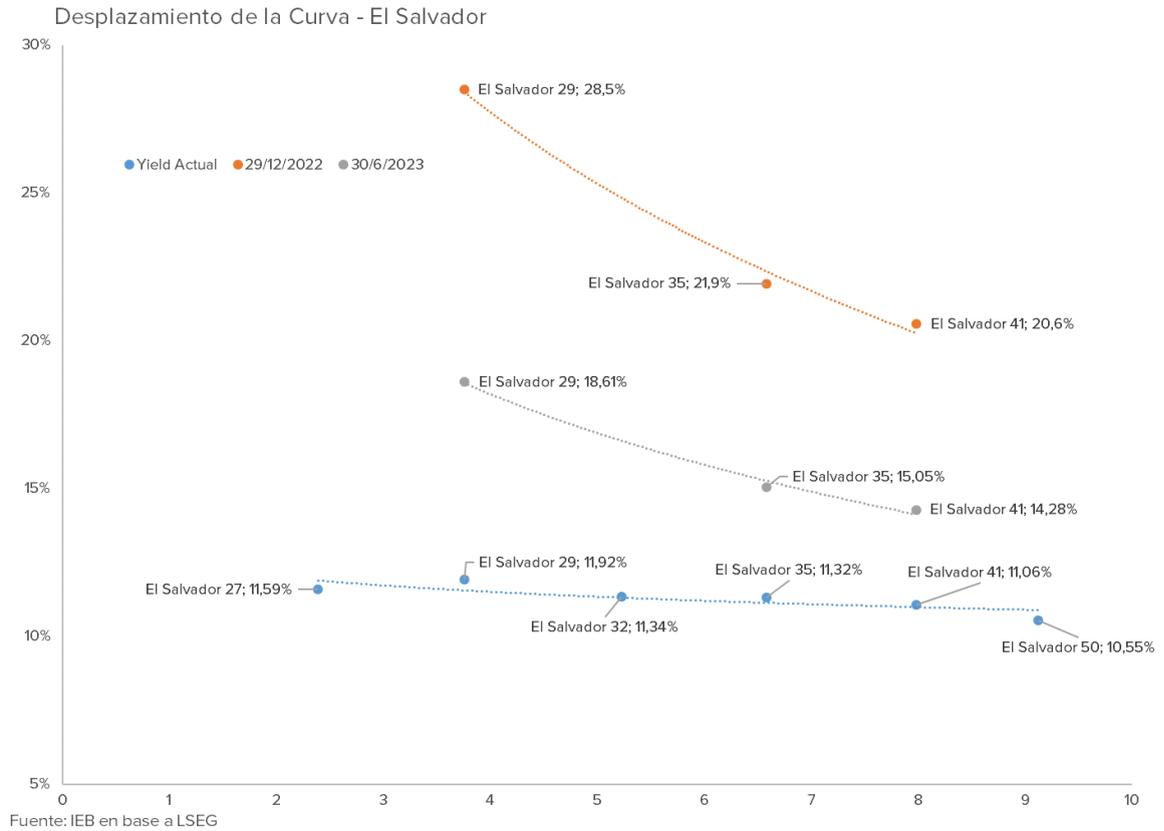
Curva de Bonos Soberanos HD y Bopreales



Los bonos soberanos vienen teniendo una gran performance este año comprimiendo fuertemente las tasas de rendimientos principalmente la parte corta de la curva que llevó a un desplazamiento hacia abajo y un aplanamiento de la curva, que meses atrás tenía una pendiente mucho más negativa. Dado los buenos resultados que viene mostrando el gobierno tanto en términos fiscales como en los monetario/cambiarío sumado a la demostraciones de voluntad de pago de la deuda como una prioridad, llevó el riesgo país de 1.900 a principios de años a 1.276 actualmente.

Si bien somos optimistas y creemos que aún le queda upside a los bonos soberanos locales, la pregunta que surge es si la curva se continuará aplanando o si se desplazara hacia abajo manteniendo la pendiente. Una evolución similar a los bonos argentinos tuvieron los bonos de El Salvador que durante 2023 tuvieron una mejora importantísima dado las mejores perspectivas sobre el país, haciendo que el riesgo país pasara de 1.839 a comienzos de 2023 a 685 para finales de año. La curva de El Salvador que a mediados del año pasado tenía una pendiente negativa y operaba con TIRs similares a los bonos soberanos locales en la actualidad, terminó comprimiendo a niveles de 11% en todos los tramos de la curva.

Si la curva de bonos locales adoptara esta forma en esos niveles de TIRs vemos que los bonos del tramo medio tienen mayor upside en relación al tramo corto por lo que creemos que tendría sentido estirar un poco de duration diversificando a lo largo de la curva hard dolar.



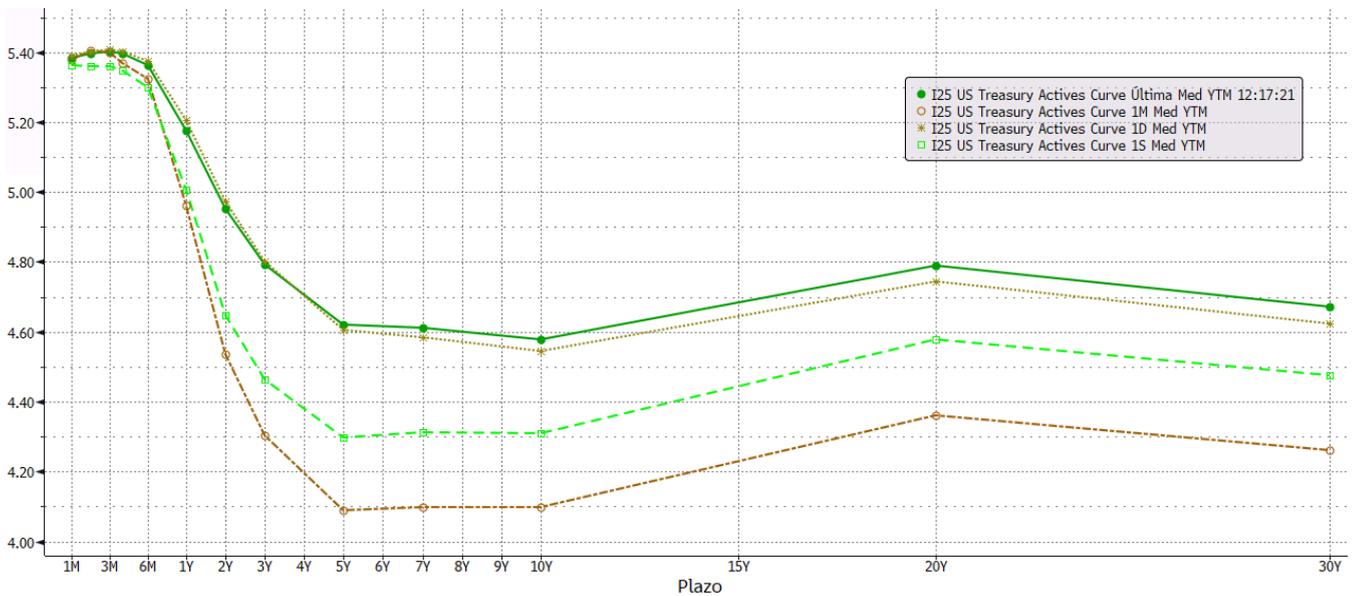
Escenario: compresión de TIR a 11% al 30 de diciembre			
Bono	Precio al 30-12-24	Cupón + Amortización (Julio)	Retorno al 30-9-24
AL29	82	\$ 0,50	42,6%
GD29	82	\$ 0,50	37,5%
AL30	75,7	\$ 4,38	41,8%
GD30	75,7	\$ 4,38	35,9%
AL35	69,2	\$ 1,81	48,2%
GD35	69,2	\$ 1,81	47,4%
AE38	74	\$ 2,13	46,8%
GD38	74	\$ 2,13	43,6%
AL41	64	\$ 1,75	49,5%
GD41	64	\$ 1,75	42,3%
GD46	66,7	\$ 1,50	34,8%

Creemos que sigue habiendo valor en los bonos soberanos hard dolar. Los bonos pueden seguir avanzando a medida que se vayan consolidando tanto los resultados fiscales como monetarios al mismo tiempo que el gobierno siga contando con el apoyo de la gente. Como mencionamos anteriormente, creemos conveniente diversificar la cartera de soberanos estirando duration de forma que permita capturar un upside adicional.

EQUITY ARGENTINO

Durante la semana el S&P Merval sobrepasó los 1.200 puntos en US\$ CCL. En estos niveles nuevamente cobra relevancia la pregunta: **¿Estamos frente a un mercado sobrevaluado? ¿Hay fundamentos para que continúe el rally?**. Responder la pregunta requiere analizar dos dimensiones: una internacional y la otra local.

El contexto internacional viene mostrándose adverso para la renta variable. La tasa de los bonos a diez años del tesoro de EE.UU. ha venido incrementándose significativamente durante las últimas semanas: de niveles de 4,10% en los que se situaba a casi 4,6% al momento de escribir este semanal. **De esta manera el contexto internacional no ayuda a la renta variable local.**

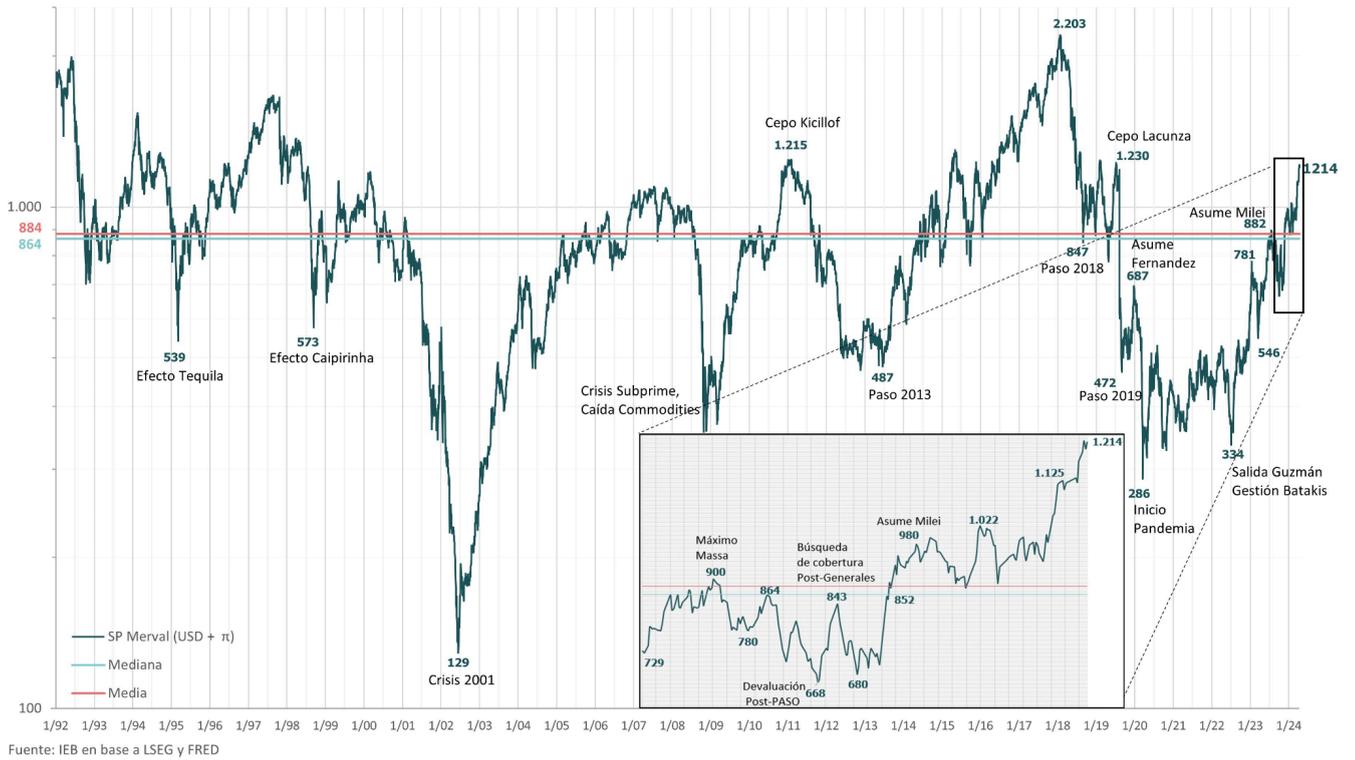


En términos históricos el S&P Merval cerró en niveles de 1.214 (medido en US\$ CCL y ajustado por inflación de EE.UU.). El rally que ha experimentado el mercado de acciones argentino es notable y se explica por el buen desempeño que ha tenido la renta soberana y expectativas positivas de los inversores. **Despejada la dimensión internacional que afecta a la renta variable local, nos concentramos en la local.**

Creemos que la lógica que sostiene la valuación del S&P Merval es el alto grado de éxito que le asignan los inversores al programa (en sentido amplio) encarado por la actual administración. **La probabilidad que se asigna no sólo incluye al programa económico, sino también factores menos cuantitativos -pero no por ello menos relevantes- como la gobernabilidad, el apoyo popular al programa y un sendero que implique una recuperación en el nivel de actividad y el salario real.**

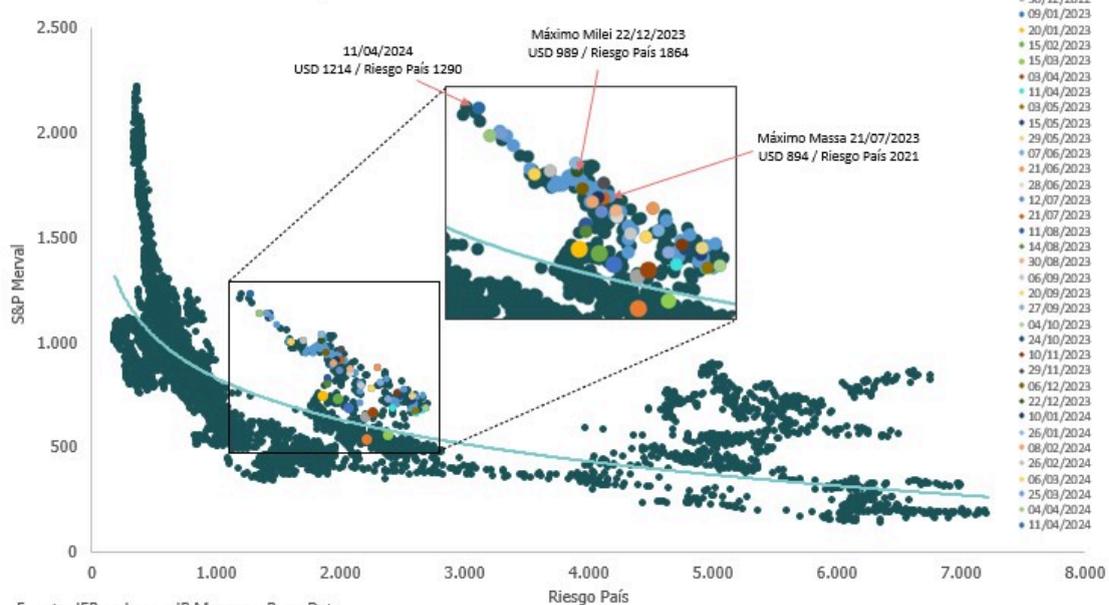
Creemos que el mercado va ajustando dicha probabilidad al compás de novedades, pero que en líneas generales es optimista y por ello convalida valuaciones que claramente implican amplias mejoras en las ventas, márgenes y ganancias de las empresas desde 2025 en adelante.

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

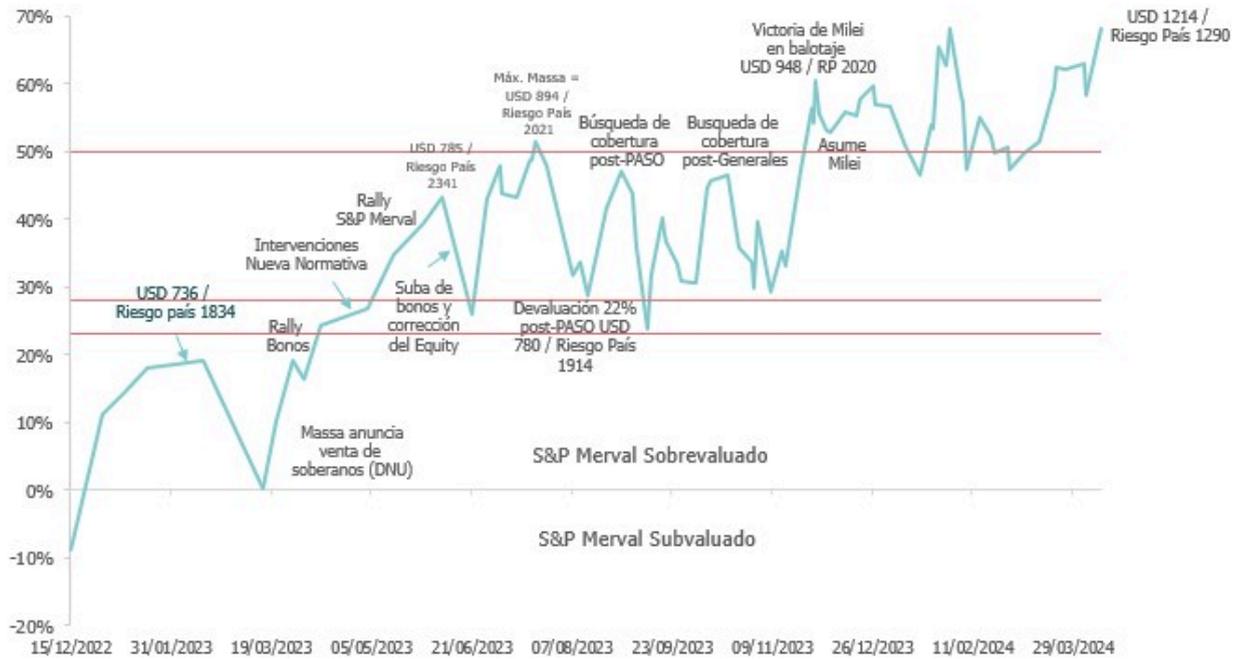


La buena performance que ha tenido la deuda soberana acompañando el mercado de renta variable, mantuvo los niveles de sobrevaluación estables. Desde la asunción de Javier Milei, los niveles de sobrevaluación parecen haber encontrado un rango de variación en torno a +45% / +65%, no obstante, el día de hoy se sobrepasó dicho máximo, ubicándose actualmente en 68%. **Este comportamiento confirma nuestra hipótesis de un mercado de acciones que tiene la mirada puesta en 2025; asignándole un alto grado de éxito a la gestión.**

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Por último, si observamos los múltiplos de valuación del S&P Merval, tanto en términos de P/E como de P/BV el índice parece encontrarse en niveles algo elevados. No obstante, nuevamente, lo interesante es poner en perspectiva estos múltiplos y en vez de mirarlos como “trailing” (últimos doce meses) intentar hacer el ejercicio de analizarlos incorporando la evolución de los resultados para el 2025 en adelante; es decir, “forward”.

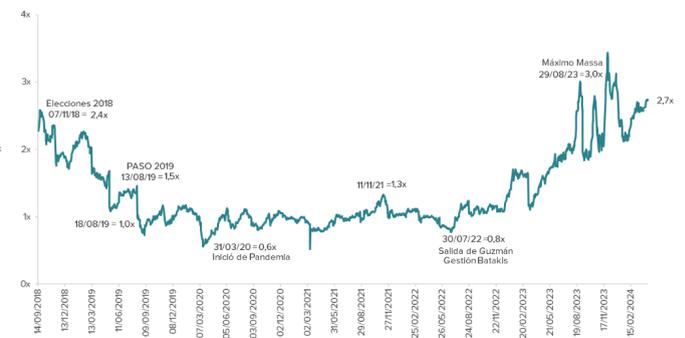
En ese contexto los múltiplos lucen muchísimo más atractivos puesto que descuentan un incremento notable en las ventas, ganancias, márgenes y generación de caja de las compañías. Nuevamente, vemos un mercado que convalida múltiplos actuales algo elevados, comprando expectativas de un 2025 promisorio.

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.

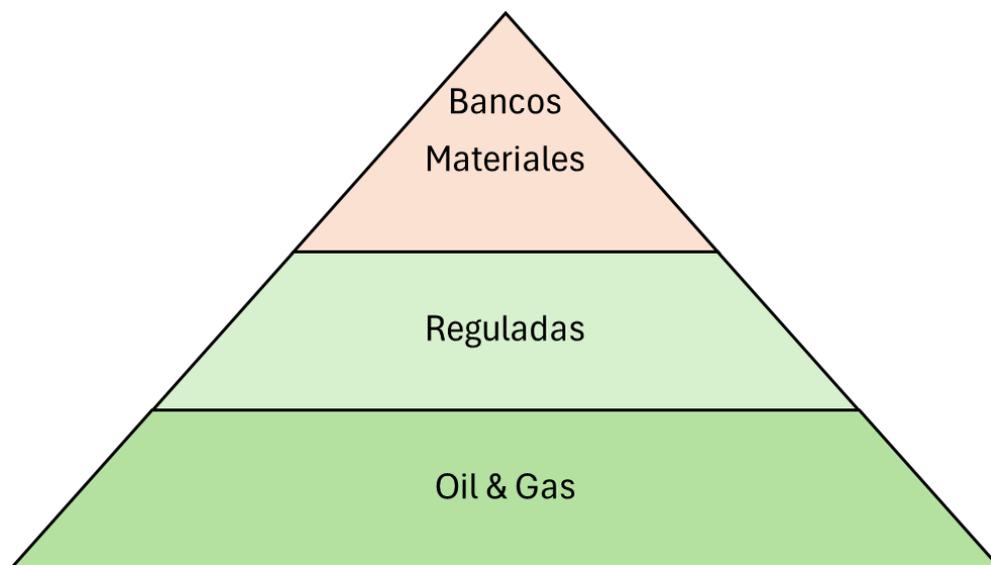
Claro que siempre hay riesgos y entre medio puede incrementarse el ruido político y social. Por tanto nuestra estrategia es conformar una cartera con una estrategia que intente capturar el potencial de suba, con un componente importante defensivo.

¿Cómo lograrlo?

✓ La mejor manera que vemos para ello es que la base de la cartera se encuentre conformada por acciones que aún en escenarios de estrés, presenten sólidos fundamentos y drivers genuinos. Hoy, creemos que el sector que mejor representa esta visión es **Oil & Gas** y dentro de dicho sector nuestras recomendadas son **Pampa Energía (PAMP)**, **YPF (YPFD)** y **Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)**.

✓ Luego sumar un componente de acciones del sector reguladas. Lo que hace un par de meses era pura estrategia, hoy es una realidad. Tanto la distribución como el transporte de gas y de energía eléctrica han recibido incrementos tarifarios importantes e, incluso, mecanismos para que sus tarifas se ajusten mensualmente. De esta manera, acciones de compañías como **Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)**, **Transener (TRAN)**, **Distribuidora de Gas Cuyana (DGPU2)** van a comenzar a mejorar significativamente sus ingresos y márgenes, lo que se traducirá directamente en una generación interesante de caja.

✓ Por otra parte, dentro del mismo segmento **Autopistas del Sol (AUSO)**, se encuentra próxima a recibir un incremento de 100% en los peajes, lo que le permitirá rentabilizar su negocio. Queda aún pendiente de resolución cómo será el ajuste en el precio de la energía, esto afectará principalmente a **Central Puerto (CEPU)** y también **Pampa Energía (PAMP)** por ello es que también nos resultan atractivas.



✓ Con esa base sólida y defensiva podemos sumar acciones con mayores beta, más cíclicas y con mayor volatilidad. Entre esos sectores se encuentran los bancos, entre los que nos gustan **Banco Macro (BMA)** y **BBVA Argentina (BBAR)**. Y dentro del sector materiales las acciones de **Loma Negra (LOMA)** y **Ternium Argentina (TXAR)**. En el caso de **LOMA** y **TXAR** el factor caída en el nivel de actividad (la evolución de los despachos de cemento y la de la producción de acero) viene siendo muy negativo y eso, claramente, crea un mal “momentum” para las acciones de ambas compañías. Pero consideramos que las valuaciones son ahora atractivas.

✓ Puntualmente, para el caso de **TXAR**, desde octubre del año pasado consideramos que sus acciones se encontraban fuertemente sobrevaluadas. El precio de las mismas ha corregido casi un 40% en US\$, mientras que el S&P Merval se ha incrementado en una magnitud similar. Cotizando por debajo de valor libros, con una caja que representa ahora cerca del 30% de su capitalización bursátil y prácticamente sin deuda financiera, luce atractiva. Decimos ubicarla dentro del segmento superior por lo antes mencionado, que puede dar lugar a puntos de

entrada tal vez más bajos; pero de largo plazo creemos que existe valor en la acción, en un escenario de recuperación y normalización de la economía.

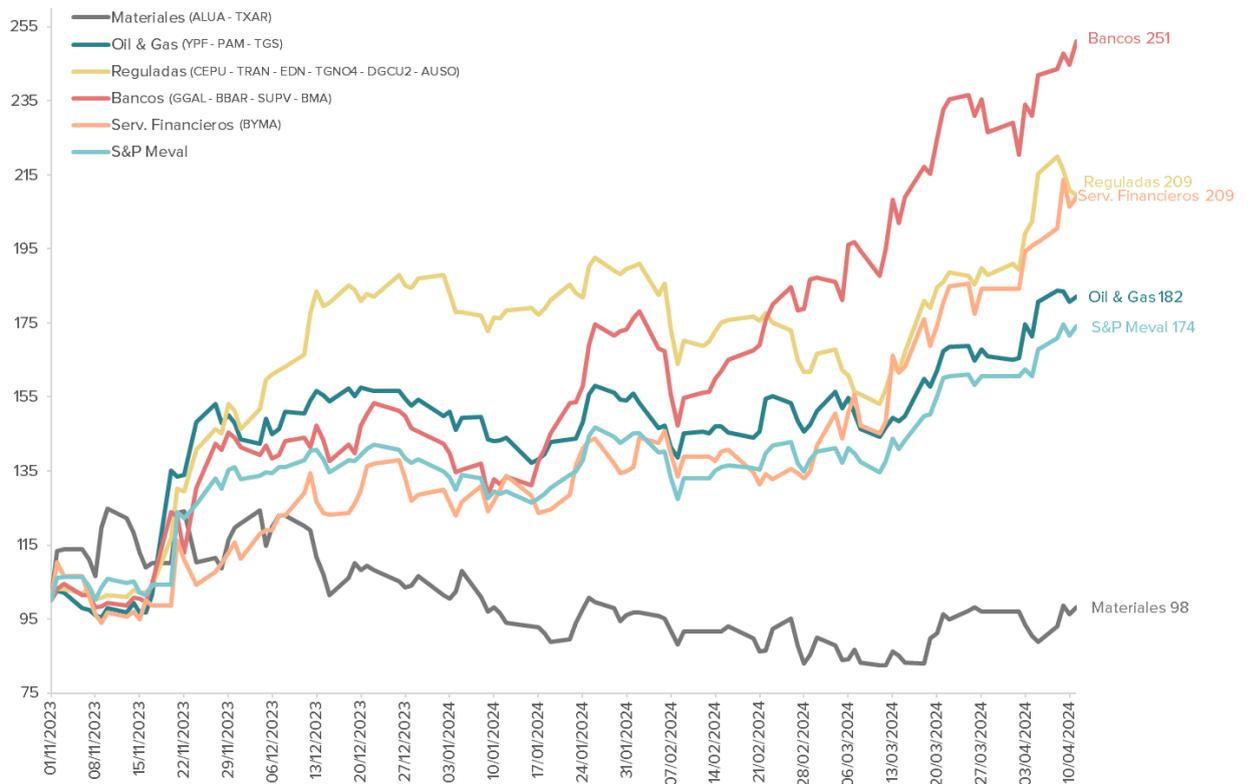
Complementamos las acciones mencionadas con algunas que nos resultan atractivas pero que por una cuestión de liquidez pueden no ser aptas para todos los inversores. En el caso de **Holcim Argentina (HARG)** lo anteriormente mencionado en el caso de **Loma Negra (LOMA)** aplica, no obstante nos resulta más amigable para el accionista minoritario el “character” del grupo Holcim que el de InterCement. Bancos con menor capitalización y/o con controlantes extranjeros como **Banco Patagonia (BPAT)** y **Banco Supervielle (SUPV)** pueden resultar interesantes como parte del proceso de consolidación que viene dándose en el sector financiero argentino (la compra de Banco Itaú por parte de Banco Macro y la reciente adquisición de la operación de HSBC por parte de Grupo Financiero Galicia).

<u>Sector</u>	<u>Cartera Liquidez</u>	<u>Cartera Oportunidades</u>
Oil & Gas	PAMP YPFD TGSU	
Reguladas	CEPU TGNO	AUSO DGCU
Materiales	LOMA TXAR	HARG
Bancos	BMA BBAR GGAL	SUPV BPAT
Serv. Financieros	BYMA	MTR
Agro		AGRO

Repaso a la estrategia de equity

La estrategia que venimos desarrollando desde octubre y que ha involucrado sobreponderar y subponderar sectores en diferentes etapas ha sido ampliamente satisfactoria como lo evidencia el gráfico inferior:

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



Fuente: IEB en base a LSEG.

CARTERA DE CEDEARS

En la semana que terminó el 5 de abril, se dieron a conocer las nóminas no agrícolas de Estados Unidos para marzo. Estas se ubicaron en 303.000 por encima del mes previo, frente a un consenso que estimaba 200.000. Mientras que el índice del ISM que mide la actividad manufacturera se ubicó en 50,3 versus 48,3 esperado por los analistas. **No obstante, el dato más relevante se dió a conocer durante la mañana del miércoles, y fue el IPC de marzo para la economía estadounidense, el cual mostró un incremento de 0,4% en los precios m/m y 3,5% interanual, alejando así las previsiones de recortes de tasa por parte de la Reserva Federal.**

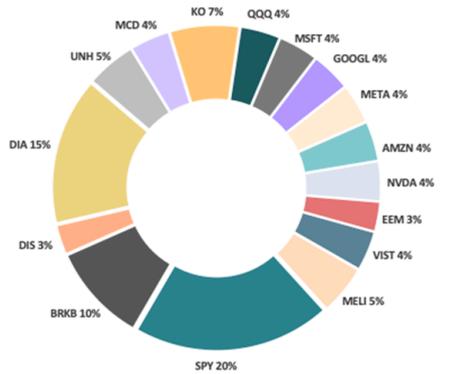
Los bonos del Tesoro de EE.UU. estuvieron ofrecidos durante las dos últimas ruedas, impulsando la tasa a dos años hasta los 4,96% y a 10 años a 4,59%, movimiento que repercutió en una caída para el equity durante la rueda del miércoles. **Así, el S&P 500 retrocedió hasta los 5199 puntos en la semana, lo que redundó en una caída de 0,10%.**

Nuestro benchmark el SPY (S&P 500) mostró una pérdida de 4,07%, mientras que nuestra cartera de CEDEARS retrocedió un 3,42%, lo que nos deja 0,68% por encima de nuestro benchmark. Por su parte, el DIA (Dow Jones Industrial Average) retrocedió 6,40%, mientras que el QQQ (NASDAQ 100) lo hizo en 3,12%.

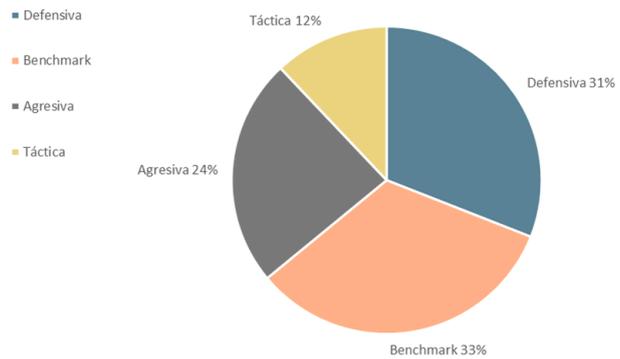
2024														Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic			
Cartera	35,69%	-7,71%	5,93%	-3,42%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	67,59%	11,49%
SPY	31,06%	-10,26%	4,21%	-4,07%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	42,21%	11,64%
DIA	29,96%	-12,67%	3,69%	-6,40%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24,40%	10,45%
QQQ	30,96%	-10,30%	2,95%	-3,12%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	41,25%	16,16%
CCL	29,98%	-16,47%	2,63%	-4,41%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,64%	-
Cartera en USD	4,39%	10,49%	3,22%	1,04%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48,77%	-

Finalmente, el dólar CCL cedió 4,41% durante la semana corriente, dejando un rendimiento en dólares de 1,04% para la cartera de CEDEARs.

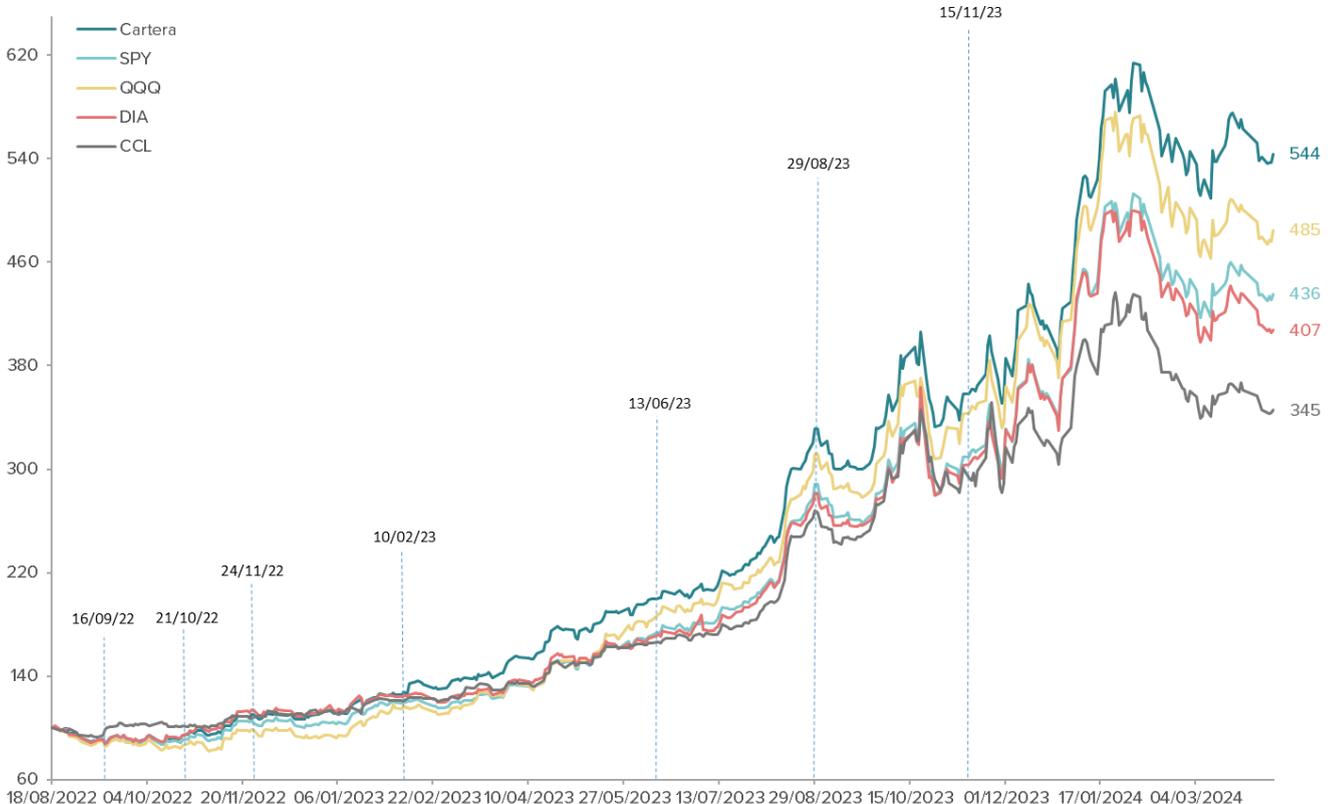
Cartera CEDEARs



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 SNIECHOWSKI

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.