

17 de mayo de 2024

# Argentina Weekly

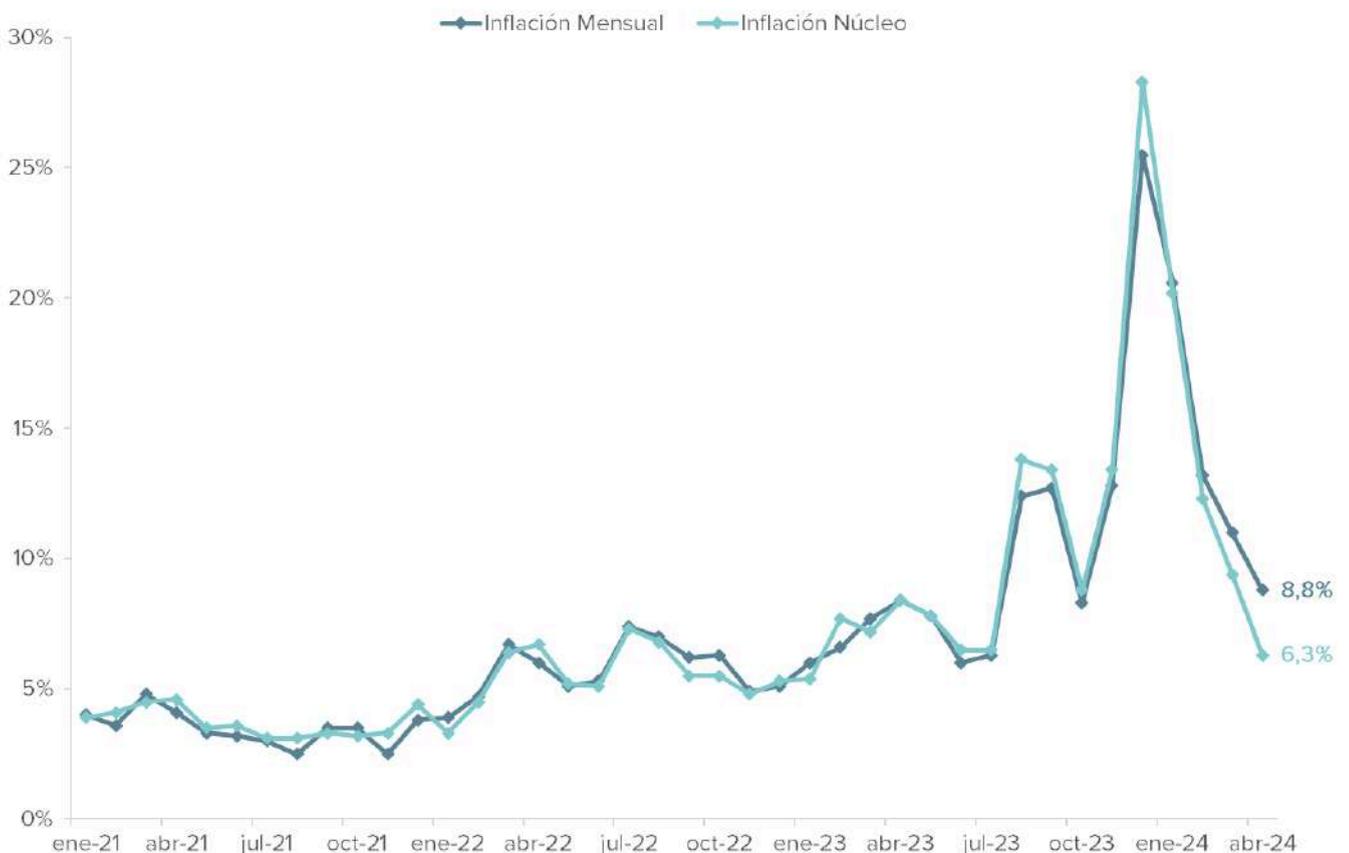
## Continúa el “delivery” de resultados económicos

- **El Indec dio a conocer el dato de inflación a nivel nacional para abril: 8,8% mensual, retornando al terreno de un dígito por primera vez en seis meses, y llevando al acumulado interanual a 289,4%.** El dato llegó sin grandes sorpresas, volviendo a bajar con respecto al mes anterior y encontrándose a grandes rasgos en línea con lo estimado por numerosas consultoras privadas
- **La gran sorpresa positiva llegó a nivel categorías, particularmente en el IPC Núcleo, el cual creció 6,3% a lo largo del mes y registró su menor valor desde enero de 2023.** Es esta la métrica que el Ministerio de Economía observa con mayor atención, dado que es la definición de inflación sobre la cual se centran los bancos centrales del mundo, y le permite al gobierno asegurar que la inflación está bajando. Los Regulados, por su parte, aumentaron 18,4% y aportaron 3 p.p. al índice general. **No obstante, planteamos ciertas dudas con respecto al ritmo de la desinflación en los próximos meses.** Con tal de sostener el “delivery”, se han postergado incrementos en tarifas que inevitablemente presionarán a los datos de inflación futuros si el objetivo es continuar con un reacomodamiento de precios relativos.
- **La deuda hard dollar avanza 1,4% en promedio esta semana impulsada por la aprobación de la revisión del EFF por parte del staff del FMI que posibilita el desembolso de USD 790 MM (sujeto a la aprobación del board) y en medio de un contexto internacional constructivo para la deuda emergente.** El mercado seguirá observando de cerca el desarrollo del tratamiento de la Ley de bases y el paquete fiscal, lo que puede seguir generando cierta volatilidad en el corto plazo. **Frente a esto creemos conveniente diversificar con bopreales que resultan más defensivos, especialmente nos gusta el serie 1A de corta duration y operando bastante arriba en la curva.**
- **La deuda en pesos tuvo una reacción moderada frente al nuevo recorte de tasas del central que volvió a bajar 10% la tasas de pases dejándola en 40% TNA. Por otra parte, el Tesoro logró colocar \$11,72 BB alcanzando así un financiamiento neto positivo de \$8,6 BB de los cuales se destinará \$1BB a la compra de títulos del Tesoro en manos del BCRA y los restantes \$7,6 BB serán destinados a engrosar la reserva de liquidez existente de \$ 4 BB.**
- En medio de una semana cargada de presentaciones de resultados, **el índice S&P Merval medido en USD alcanza los USD 1.335 y un desvío del índice frente a los niveles de riesgo país históricos de 83%.**
- Nuestra cartera y estrategia continúa sin cambios: **Una estrategia que mantenga una base sólida en Oil & Gas, dentro de las cuales nos gustan Pampa Energía (PAMP), YPF (YPFD), Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) y Vista Energy (VIST).** Una menor porción alocada a acciones como **Central Puerto (CEPU) y Transportadora de Gas del Norte (TGNO4).** Dentro de materiales y bancos continuamos con nuestra elección por **Banco Macro (BMA) y BBVA Argentina (BBAR), y Ternium Argentina (TXAR) y Loma Negra (LOMA) y finalmente ByMA (BYMA).**

## ECONOMÍA

El Indec dio a conocer el pasado martes el dato de inflación a nivel nacional para abril: **8,8% mensual**, retornando al terreno de un dígito por primera vez en seis meses, y llevando al acumulado interanual a **289,4%**. El dato llegó sin grandes sorpresas, volviendo a bajar con respecto al mes anterior y encontrándose a grandes rasgos en línea con lo estimado por numerosas consultoras privadas, también levemente por debajo del pronóstico del último REM. Nuevamente, destacamos la efectividad del gobierno en anclar expectativas y sostener el proceso de desinflación que se viene dando en los últimos meses, **aunque planteamos algunas dudas respecto de la continuación del mismo conforme avance el año.**

IPC - Variación mensual



Fuente: IEB en base a Indec

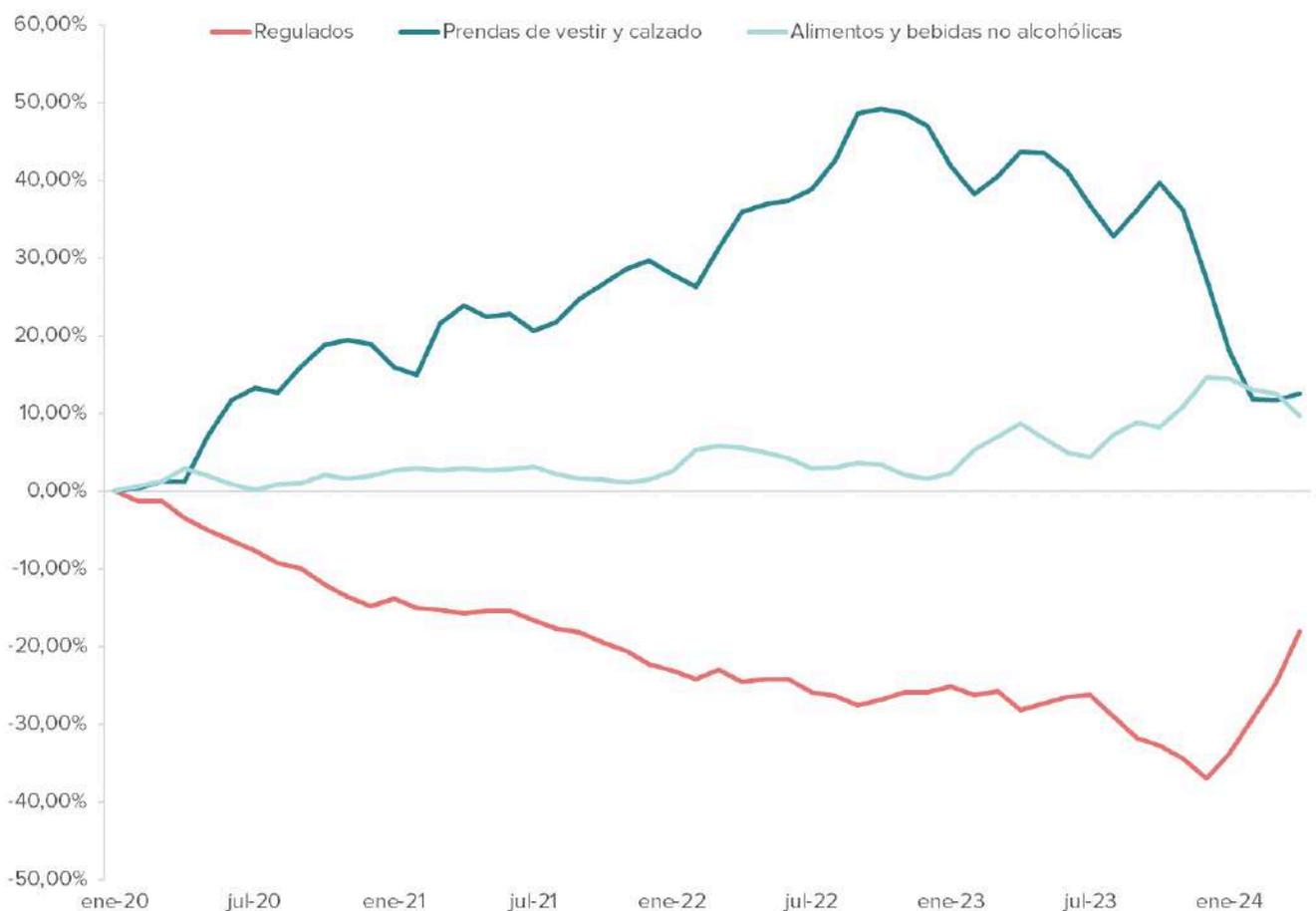
**La gran sorpresa positiva llegó a nivel categorías, particularmente en el IPC Núcleo, el cual creció 6,3% a lo largo del mes.** La métrica de mayor interés para el gobierno y de la que más se jacta el Ministro de Economía, ya que evita las distorsiones generadas por los precios regulados y componentes estacionales, marcó una baja de 31 puntos básicos con respecto al mes anterior y alcanzó el nivel más bajo desde enero de 2023.

**Los Regulados, por su parte, se incrementaron en un 18,4% en abril, conteniendo el impacto a la baja sobre el índice general de la caída en la inflación núcleo.** La explicación de dicho aumento se evidencia a nivel divisiones, con los servicios ligados a la “vivienda” incrementándose 35,6%, muy por sobre el nivel general de inflación, y “comunicación” aumentando 14,2%. **En conjunto, los Regulados aportaron cerca de 3 puntos porcentuales al dato general de inflación.**

Otros rubros que aumentaron por encima del nivel general de inflación, aunque en menor medida, fueron “Prendas de vestir y calzado” (+9,6%) y “Salud” (+9,1%). La gran mayoría se encontró por debajo del 8,8% general, siendo las de menores variaciones “Bebidas alcohólicas y tabaco” (+5,5%), “Bienes y servicios varios” (+5,7%) y “Alimentos y bebidas no alcohólicas” (+6%), el rubro con mayor ponderación sobre el total del índice.

**Estos números evidencian el proceso de acomodamiento de precios relativos que se encuentra enfrentando la economía, con los precios regulados acumulando variaciones reales muy positivas en los últimos meses (es decir, por sobre el nivel general de inflación) respondiendo a los atrasos de los últimos años, al mismo tiempo que el resto de rubros remarcan precios por debajo del nivel general de inflación.** A diciembre del año pasado, los Regulados acumulaban una variación real negativa del 37% desde enero de 2020, mientras que actualmente se encuentra reducida al 18% al mismo tiempo que los principales no regulados redujeron sus variaciones reales acumuladas.

Variación real acumulada por división del IPC



No obstante, con tal de continuar mostrando resultados positivos en cuanto al control de la inflación, el gobierno se ha encargado de postergar incrementos en tarifas, retrasando el ajuste de precios relativos. **Si el objetivo final del gobierno es alcanzar un equilibrio de precios relativos, en algún momento estos incrementos deberán ser enfrentados**, lo cual indefectiblemente pondrá mayor presión sobre el nivel general del IPC por más que el componente Núcleo se haya estabilizado. Esta situación se refleja en los niveles de inflación esperados por el REM para los últimos meses del año, proyectando un estancamiento en torno al 5% mensual para el último trimestre. **Algunos analistas señalan este tema como un problema, nuestra lectura es que se trata de una administración inteligente para lograr un equilibrio entre lograr el objetivo y mantener el apoyo social.**

## BONUS TRACK 1: ¿Atraso cambiario?

En la semana, el Presidente se presentó ante empresarios en el Consejo Interamericano de Comercio y Producción con un discurso puramente económico, con especial énfasis en la discusión en torno al tipo de cambio. Siguiendo con la línea de su Ministro de Economía, Luis Caputo, Milei afirmó que no existe atraso cambiario basándose en tres puntos:

En primer lugar, la disciplina fiscal, argumentando que desde el gobierno se ha llevado a cabo un ajuste de 15% del PBI para dejar atrás el déficit fiscal en crecimiento. Agregó la cuestión de la brecha, argumentando que de existir un atraso cambiario, los tipos de cambio paralelos se acercarían más a un valor que podría considerarse “de equilibrio” para el tipo de cambio real. A lo largo de su gestión, la brecha se ha reducido notablemente desde más del 100% hasta un 20%. Por último, mencionó las reservas, asegurando que el atraso cambiario deriva en pérdida sistemática de reservas, mientras que el gobierno ha logrado acumular divisas de manera sostenida desde su asunción.

Los dichos del Presidente en la semana, y del Ministro de Economía en el evento de la Fundación Mediterránea, realizado en la BCBA, exhiben una clara línea de pensamiento desde el gobierno, que asegura que no se buscará mejorar la competitividad con ajustes del tipo de cambio (como se ha intentado históricamente en la Argentina). **La respuesta, según el Presidente, se encuentra en atacar “otros problemas” con reformas estructurales, tales como el DNU y la Ley de Bases, reduciendo el “costo argentino”.**

## BONUS TRACK 2: Sin avances en el Senado

Sin grandes noticias en el frente legislativo, continúa el debate en comisiones de los proyectos de Ley de Bases y el paquete fiscal. A medida que se suman pedidos de modificaciones, la junta de firmas se dilata, y con ello el ingreso de los proyectos al recinto se postergó para la semana siguiente al Pacto de Mayo.

En línea con la extensión de plazos en el Senado, el Presidente Milei y el Ministro del Interior, Guillermo Francos, deslizaron la posibilidad de postergar la firma del Pacto de Mayo de no aprobarse previamente ambos proyectos, asegurando que la fecha no es de importancia, sino más bien el contenido de las reformas y los compromisos: **“será en junio o en julio, pero las reformas estructurales, tarde o temprano, las vamos a hacer”.**

Aumenta la probabilidad de nuestro escenario base. En el reporte de la semana pasada planteamos que era difícil que el proyecto con media sanción se convirtiese en ley sin modificaciones en el Senado. La realidad está demostrando que el proyecto sería modificado a nivel de las comisiones y que ya llegaría modificado al recinto. A partir de allí habrá que monitorear cómo se trata en el recinto, dado que podría aprobarse el dictamen en general y llegar a sufrir alguna modificación en particular. Lo que resulte del Senado, volverá a Diputado, y allí se tomará la decisión final del futuro de ambos proyectos. No obstante, **seguimos pensando que el resultado de todas estas modificaciones seguirá siendo un subóptimo, en el sentido que si bien el Ejecutivo no logre su objetivo original, significarán una mejora de los aspectos normativos.**

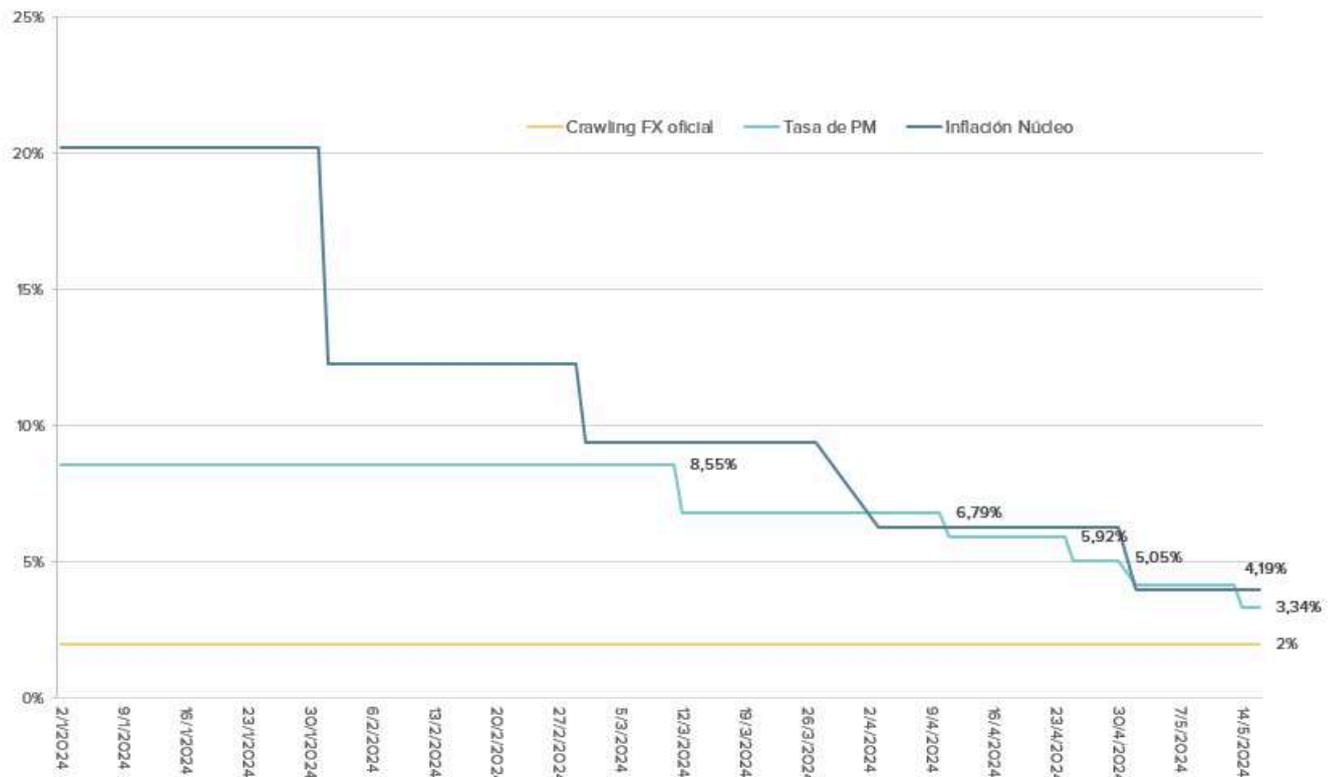
## DEUDA EN PESOS

Los bonos CER fueron los grandes ganadores durante la semana pasada, subiendo 6% en promedio reajustando expectativas de inflación luego de que varios economistas advirtieron sobre un estancamiento de la inflación en torno al 5%, dado la inercia inflacionaria producto de la indexación de varios precios de la economía. Las lecaps siguieron comprimiendo y cerraron la semana 1,4% arriba en promedio especulando con una nueva baja de tasas que finalmente terminó comunicándose al cierre de la rueda del martes. **El BCRA volvió a recortar la tasa de pases en 10% TNA llevándola a 40% TNA (3,34% TEM), luego de conocerse el buen dato de inflación de abril, con la inflación núcleo ubicándose en 6,3%.**

En esta ocasión el rebote de los bonos no se produjo, las lecaps cortas cortas operaron a la baja incluso, producto de que en la licitación del Tesoro se incluyeron lecaps a 25, 42 y 67 días con tasas mínimas de 4,2%, 4,1 y 4,0% TEM.

Si bien la inflación núcleo se desacelera fuertemente habilitando a que el central pueda seguir bajando la tasa, el margen luce acotado ya que el límite lo impone el ritmo de crawling del FX oficial dado que perforar este piso pondría en riesgo el ritmo de liquidación. La tasa de plazos fijos se ubica actualmente alrededor de 34% TNA lo que representa una tasa efectiva mensual de 2,8%. Si bajase 10 puntos más la tasa de política monetaria, ésta arrojaría una TEM de 2,49% mientras que el plazo fijo podría quedar por debajo del ritmo del crawling.

Evolución Tasa de Política Monetaria (TEM) e inflación núcleo

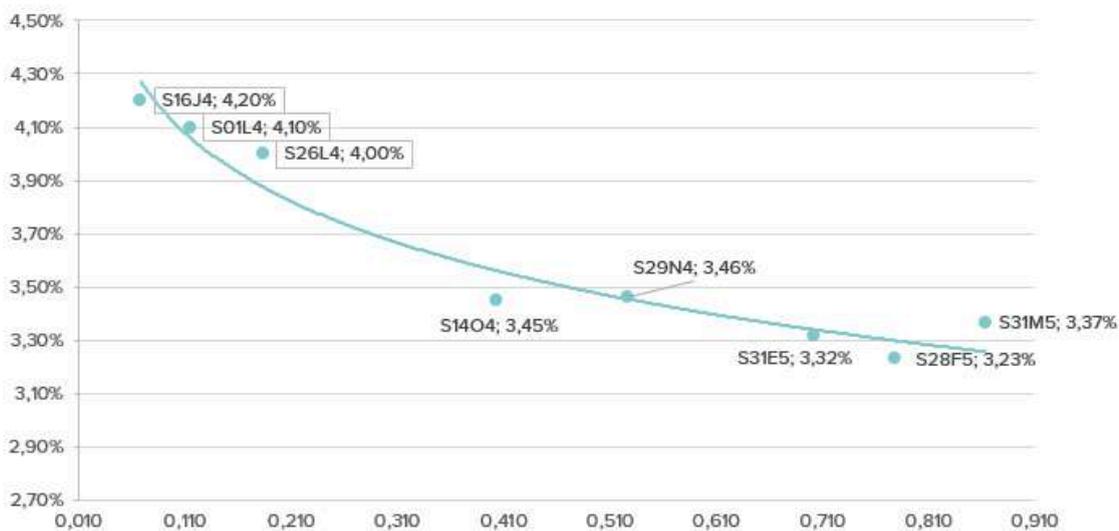


Fuente: IEB en base a BCRA y BymaData

Por otra parte, la lecap enero contra el T2X5 arroja actualmente una inflación para el 2024 de 129% aproximadamente, con una inflación mensual promedio para el segundo semestre de 3,75%. Ayer Posse en su presentación al senado dijo que el Ejecutivo estima una inflación para el 2024 de 139,7% (4,5% promedio mensual en el segundo semestre), más de 10 puntos por arriba de la inflación implícita en los bonos para los 8 meses restantes.

La curva de lecaps si bien no rebotó como se esperaba debido a que las lecaps licitadas con tasas mínimas morigeraron el efecto del recorte de tasas, las más largas comprimieron algo y dejaron la curva invertida. Esto muestra que el mercado no espera que las tasas cortas se mantengan en niveles de 4% para el segundo semestre.

### Curva Lecaps (TEM)



Fuente: IEB en base a BymaData y Mecon

A partir de este miércoles los encajes de las cuentas remuneradas subieron de 10% a 15% (que ahora rinden cerca de 29,5% TNA) y de la caución tomadora de 0% a 15% (30% TNA). Esto tendrá nuevamente un impacto en el rendimiento de los fondos Money Market junto con el vencimiento de los plazos fijos concertados a tasas superiores a las actuales. Además, los T+1 podrán acceder a las lecaps cortas con tasas mínimas de 4% que permitirá ampliar el diferencial de rendimientos contra los Money Market. **De esta forma vemos como una buena alternativa para la gestión del efectivo de corto plazo el fondo IEB Ahorro Plus (T+1) que está posicionado en buena medida en lecaps y bonos CER de corto plazo, con una duration de 112 días. Si bien en la última rueda disponible los fondos T+1 se vieron golpeados por la corrección de las lecaps cortas, en la TNA de los últimos 7 días ya se veía una diferencia considerable que podría ampliarse de acá en adelante.**

Rendimientos TNA al miércoles 15-5-24				
Rendimientos MM y T+1				
Rendimiento Promedio (TNA)	Fondos MM	TEM	Fondos T+1	TEM
1d	42,6%	3,6%	-9,8%	-0,8%
7d	43,5%	3,6%	91,6%	7,6%
30d	53,4%	4,4%	72,5%	6,0%
90d	75,2%	6,3%	99,6%	8,3%
YTD	86,6%	7,2%	98,6%	8,2%

En esta licitación el Mecon ofrecía 4 lecaps, 3 Boncers cupón cero y un bono DL. Las lecaps son a 25, 42, 67 y 102 días, a su vez las tres primeras se licitaban con tasas mínimas de 4,2%, 4,1% y 4,0% TEM. A su vez el BCRA anunció durante la rueda de ayer que las lecaps quedaban excluidas de las normas sobre “Financiamiento al sector público no financiero” por el monto equivalente al desarme de pases. A su vez se conoció que durante el miércoles los bancos desarmaron pases por \$2,1 BB. Los vencimientos que enfrentaba el Mecon en esta ocasión era de \$3,2 BB explicados casi en su totalidad por la lecer X20Y4 y el T6X4.

Finalmente, el Tesoro logró colocar \$11,72 BB alcanzando así un financiamiento neto positivo de \$8,6 BB de los cuales se destinará \$1BB a la compra de títulos del Tesoro en manos del BCRA y los restantes \$7,6 BB serán destinados a engrosar la reserva de liquidez existente de \$ 4 BB. De esta forma el gobierno continúa con la estrategia de rotar pases del BCRA a bonos del Tesoro. El prorrateo en las lecaps fue de 63,75% en la S14J4, 68,28% en la S01L4, 41,74% en la S26L4 y 55,25% en la S30G4.

Resultado Licitación del Tesoro 16/5/24 (En ARS MM)						
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado
S14J4	14/6/2024	\$ 5.482.532	\$ 3.500.000	\$ 3.500.000	4,20% TEM	29,91%
S01L4	31/3/2025	\$ 3.662.208	\$ 2.500.000	\$ 2.500.000	4,10% TEM	21,36%
S26L4	30/6/2025	\$ 4.786.792	\$ 2.000.000	\$ 2.000.000	4,0% TEM	17,09%
S30G4	31/3/2026	\$ 2.275.728	\$ 2.000.000	\$ 2.000.000	3,8% TEM	17,09%
TZXM5	31/3/2025	\$ 381.945	\$ 298.559	\$ 336.287	CER-12,99%	2,87%
TZXM6	31/3/2026	\$ 488.770	\$ 472.069	\$ 509.834	CER-0,39%	4,36%
TZXM7	31/3/2027	\$ 357.955	\$ 343.412	\$ 326.242	CER+1,84%	2,79%
TZV25	30/6/2025	USD 668	USD 579	\$ 530.393	DL-3%	4,53%
Total		\$ 18.027.437	\$ 11.626.734	\$ 11.702.756		100,00%

\*Fuente: IEB en base a Mecon

Creemos que puede haber valor en el tramo medio de la curva con TIRs apenas negativas dado que los bonos pricean una inflación bastante optimista para adelante, incluso por debajo de las estimaciones del gobierno según las declaraciones de ayer. Por otra parte el levantamiento del cepo luce difícil que se lleve a cabo en los próximos meses dado que se debe solucionar aun la demanda por giro de dividendos que se evidencio en la última licitación del bopreal (además que se convalidó un tipo de cambio superior al de mercado) y seguir acumulando reservas teniendo varios vencimientos en dólares por delante. En el corto plazo pensamos que puede haber una compresión adicional en el tramo largo de las lecaps si se arbitran con el resto de tasas de la economía.

Finalmente, para quienes necesiten tener cobertura cambiaria preferimos el armado de sintéticos DL ya sea con bonos CER o lecaps como subyacentes, que ofrecen rendimientos bastante superiores a la curva de soberanos. Los sintéticos DL ofrecen TIRs positivas tanto con los bonos CER proyectando rendimientos, como con las lecaps. El sintético DL septiembre con T4X4 esta rindiendo alrededor de DL+4,50% por ejemplo contra el T2V4 en DL-5%. El sintético DL enero con la lecap S31E5 rinde DL+2,61% contra el TV25 en DL-14,4%.

## DEUDA EN DÓLARES

Los bonos hard dollar cerraron la última semana negativos influenciados por el ruido en el plano político con una caída promedio de 1,14% promedio con el tramo medio y largo exhibiendo las bajas más pronunciadas. El tramo corto por el contrario resultó más defensivo con el GD30 y AL30 cayendo solo 0,07% y 0,05%. Los bonos habían comenzado la semana operando positivos pero esto se fue revirtiendo a medida que fue

avanzando el debate de la Ley de Bases y el Paquete Fiscal en el Senado donde el oficialismo no consiguió dictamen. La última semana los bonos emergentes operaron mixtos y el EMB ETF lateralizó, mientras que las tasas del Tesoro americano a 10 años comprimió levemente.

Esta semana comenzó con la noticia de que el staff del FMI aprobó la revisión del EEF ya que Argentina sobrecumplió las metas del primer trimestre lo que impulsó las paridades de los bonos en la primera rueda donde subieron 1,23% en promedio. Esto comprende un desembolso en mayo de USD 790 MM sujeto a la aprobación del board. El miércoles fue otra buena rueda de la mano de un contexto internacional constructivo con la deuda emergente subiendo 1,05%. Aunque en la rueda de ayer vuelve a caer acumulando una suba de 1,44% durante la semana.

Creemos que si se sigue dilatando el debate esto puede seguir generando volatilidad sobre la deuda en el corto plazo. El paquete fiscal es clave para mejorar la calidad del ajuste y lograr la sostenibilidad del mismo. Consideramos que el ancla fiscal es la columna vertebral del programa y es por eso que los bonos han hecho una pausa en estos niveles a la espera de una definición.

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

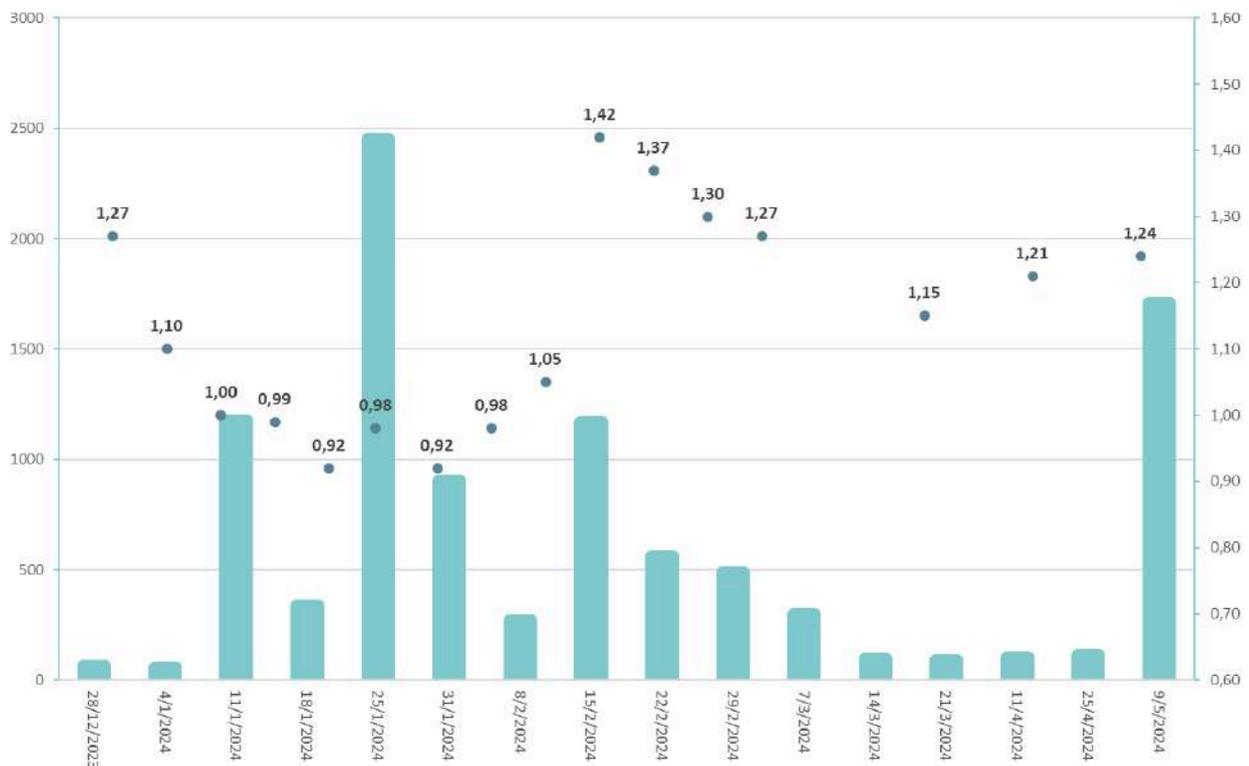


Fuente: IEB en base LSEG.

Por otra parte, esta semana el BCRA logró colocar solo USD 34 MM por lo que todavía no logró completar la serie 3 que tiene un máximo de USD 3.000 MM, restando colocar USD 60 MM. Recordemos que la semana pasada había adjudicado USD 1.709 MM, siendo el monto máximo para esta serie de USD 3.000 MM. La mayor parte de lo colocado (USD 1.640 MM) habían sido posturas para el giro de dividendos y se estima que la participación de los bancos no habría superado los USD 800 MM por lo que hubo participación corporativa ex bancos.

En la licitación de esta semana el tipo de cambio implícito se ubicó 15% por arriba del de mercado. **En la licitación de la semana pasada se convalidó un tipo de cambio 24% por arriba (\$1.335) del CCL de mercado lo que dejó claro que este último no refleja un tipo de cambio libre debido a la restricción cruzada CCL-MULC.**

Montos colocados Bopreales y FX implícito



Fuente: IEB en base a BCRA

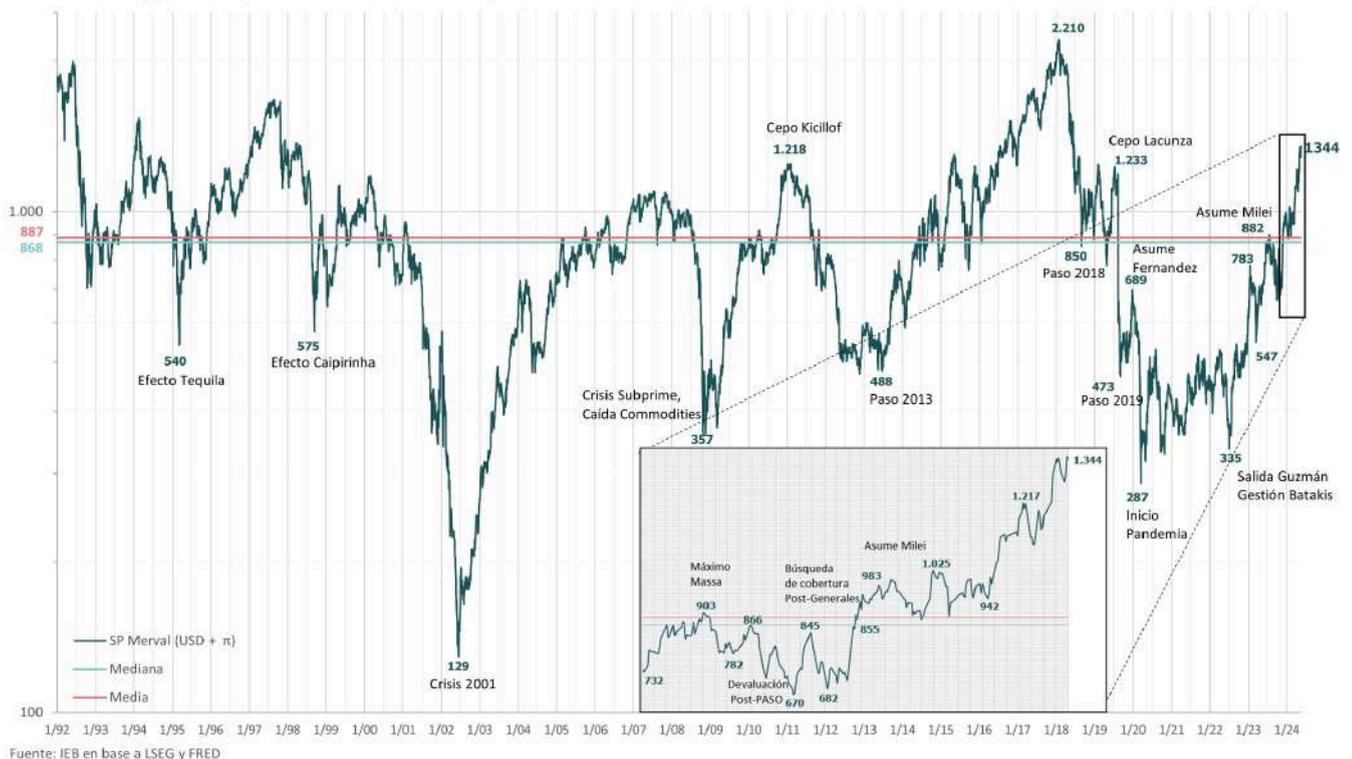
**El gobierno dejó entrever que abril arrojaría otro superávit fiscal mientras que el central continúa comprando reservas en el MULC a un buen ritmo. Por otra parte, el gobierno mantiene el apoyo de la gente a pesar del ajuste. El mercado seguirá observando de cerca el desarrollo del tratamiento de la Ley de bases y el paquete fiscal, lo que puede seguir generando cierta volatilidad en el corto plazo. Frente a esto creemos conveniente diversificar con bopreales que resultan más defensivos, especialmente nos gusta el serie 1A de corta duration y operando bastante arriba en la curva.**

## EQUITY ARGENTINO

Como mencionamos en el semanal anterior, continuamos en temporada de balances en el equity argentino. Durante la semana presentaron resultados **YPF (YPFD)**, **ByMA (BYMA)** y **Central Puerto (CEPU)**.

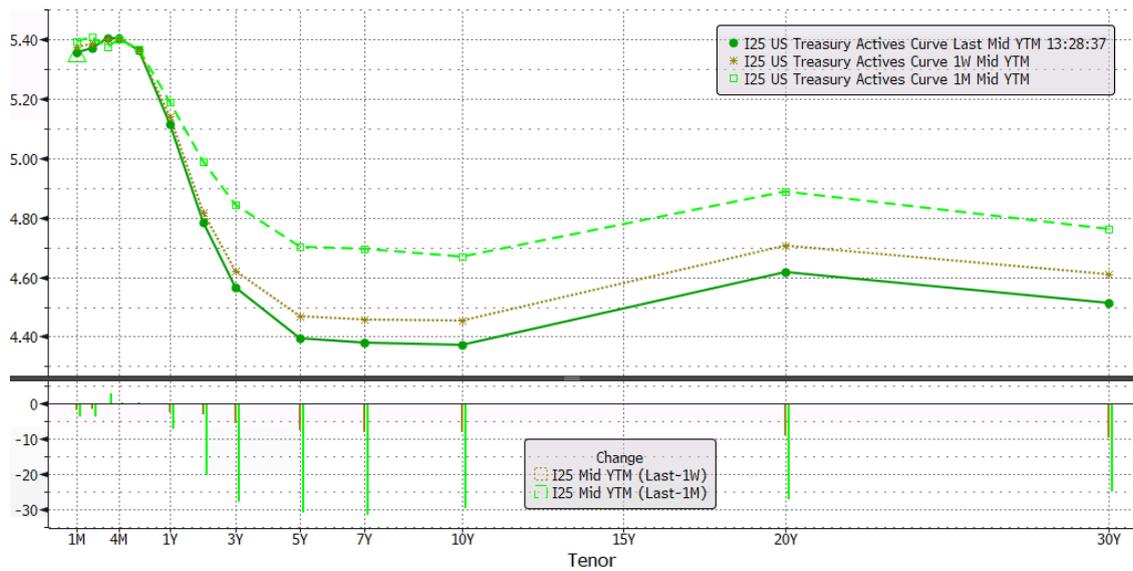
Puede leerse un breve resumen de las notas de resultados más adelante. **Para terminar la temporada falta la presentación de resultados del sector bancario que lo hará en estos días: Grupo Financiero Galicia (GGAL), BBVA Argentina (BBAR), Banco Macro (BMA) y Grupo Supervielle (SUPV).**

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



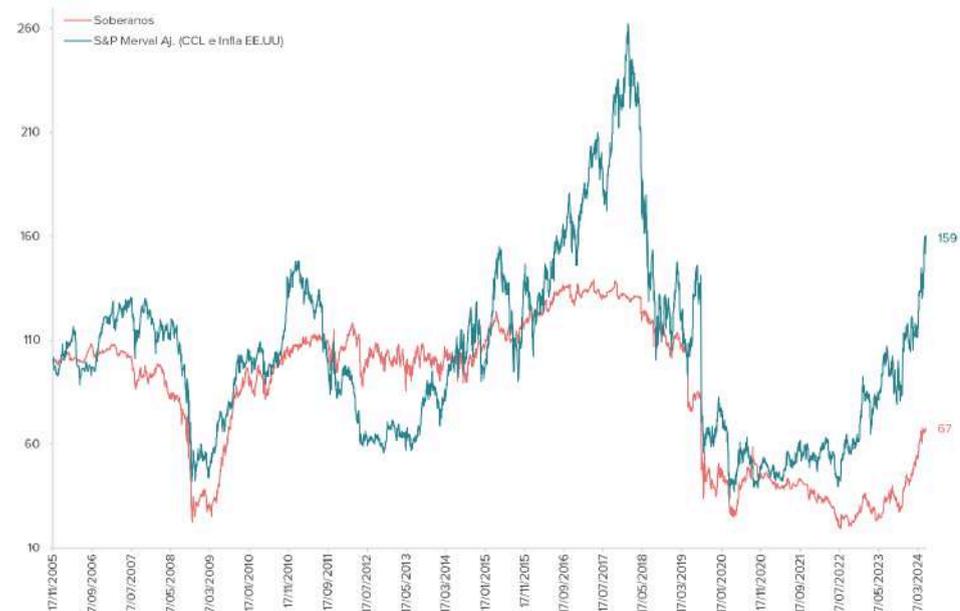
**El índice S&P Merval medido en dólares alcanzó esta semana un nuevo récord medido en US\$ CCL.** Empujado, en nuestra opinión por una serie de factores que vamos enumerando y comentando a continuación:

1. **Factores Internacionales:** un mejor contexto para la renta variable en general que propició un viento de cola para el equity argentino. La tasa de diez años del Tesoro de EE.UU. ha venido mostrando una tendencia a la baja que ha dado aire e impulsado los mercados de renta variable globales, tal como se puede apreciar en el gráfico que sigue:



2. **Un apetito e interés cada vez mayor por el equity argentino por parte de inversores.** Armar una cartera de equity argentino, dada la poca profundidad del mercado, lleva tiempo. En general vemos que los inversores van ingresando lentamente y mantienen sus posiciones hasta no ver señales claras de un cambio en las expectativas. Este punto es interesante para analizar en profundidad: mientras que el mercado de renta fija soberana se asemeja a un gran océano, en el que armar y desarmar una posición es relativamente fácil y no conlleva mayores variaciones en precios; la misma tarea en el caso del equity argentino no es posible. El inversor no navega en un océano, sino en una pequeña pileta de jardín (el efecto “pelopincho” en el cual un flujo grande hace mover fuertemente el precio). De esta manera, una vez armada una cartera si las señales de una crisis no son claras ocurren correcciones, claro está. Pero es difícil ver sell-offs y prueba de ello es la historia misma. Cuando una crisis ya es inminente el equity ajusta rápidamente a la baja por una salida en masa de los inversores que convalidan precios cada vez más bajos.

S&P Merval (aj. CCL e inflación EE.UU) vs. Soberanos (base 100 = 17/11/2005)

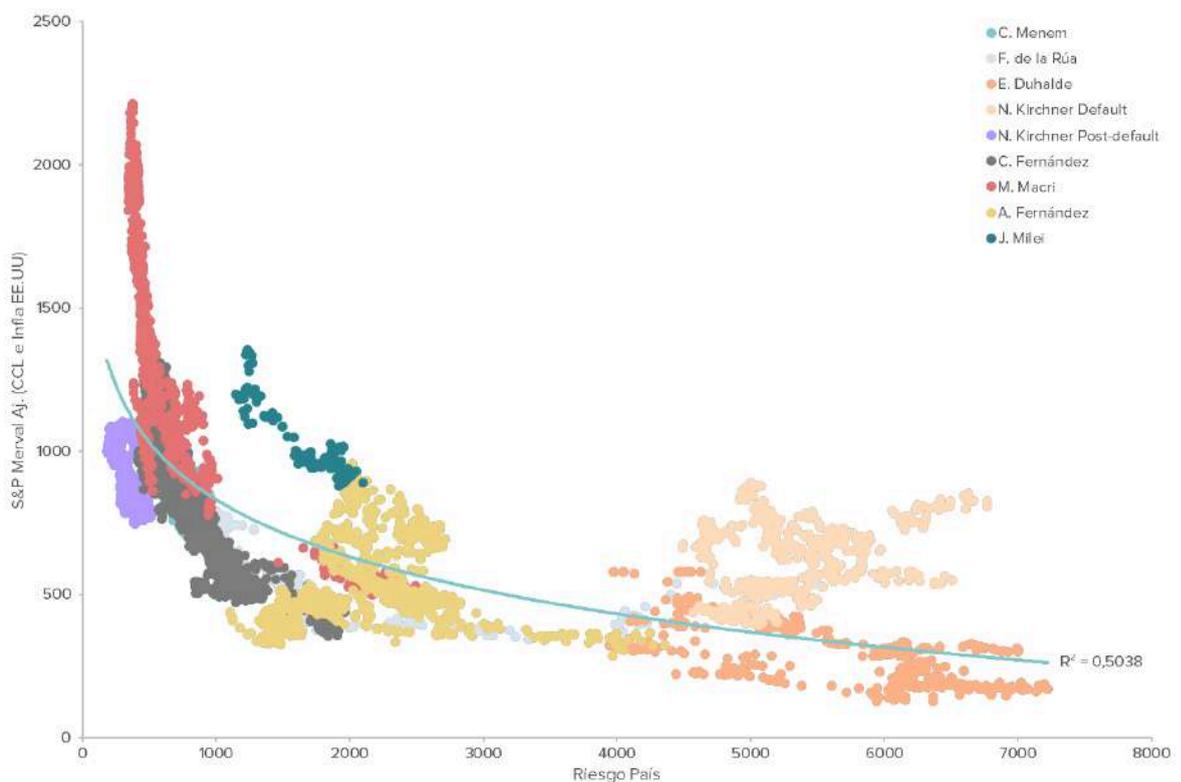


Fuente: IEB en base a LSEG.

3. **En conexión con lo anterior realizamos un análisis más profundo de la correlación entre el valor del índice S&P Merval y los valores de riesgo asociados.** Separando la serie por las diferentes presidencias y despejando períodos en los que Argentina estuvo en default y en el cual la preferencia por el equity fue marcada. La presidencia de Néstor Kichner es un claro ejemplo: la correlación se rompe totalmente mientras la Argentina estuvo en default, para luego normalizarse una vez reestructurada la deuda.

En el gráfico inferior se observan dos “clusters” diferentes en la relación riesgo país/S&P Merval, durante la presidencia de NK. Por un lado valores muy sobrevaluados cuando Argentina se encontraba en default y, por otro, valores razonables cuando se produjo la reestructuración de la deuda.

Correlación S&P Merval Aj. (CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País



Es interesante realizar el ejercicio de quitar de la serie los valores del S&P Merval observados durante el período en el que la Argentina se encontró en default. Estrictamente hablando, cuando un país entra en default, el riesgo país deja de ser una medida relevante y tiene mucho sentido realizar dicha depuración de la serie de datos. En el gráfico que sigue vemos la misma serie, pero solamente dejando en ella los valores del S&P Merval luego de que la deuda fuera reestructurada, es decir todos valores del S&P Merval con deuda “performing”.

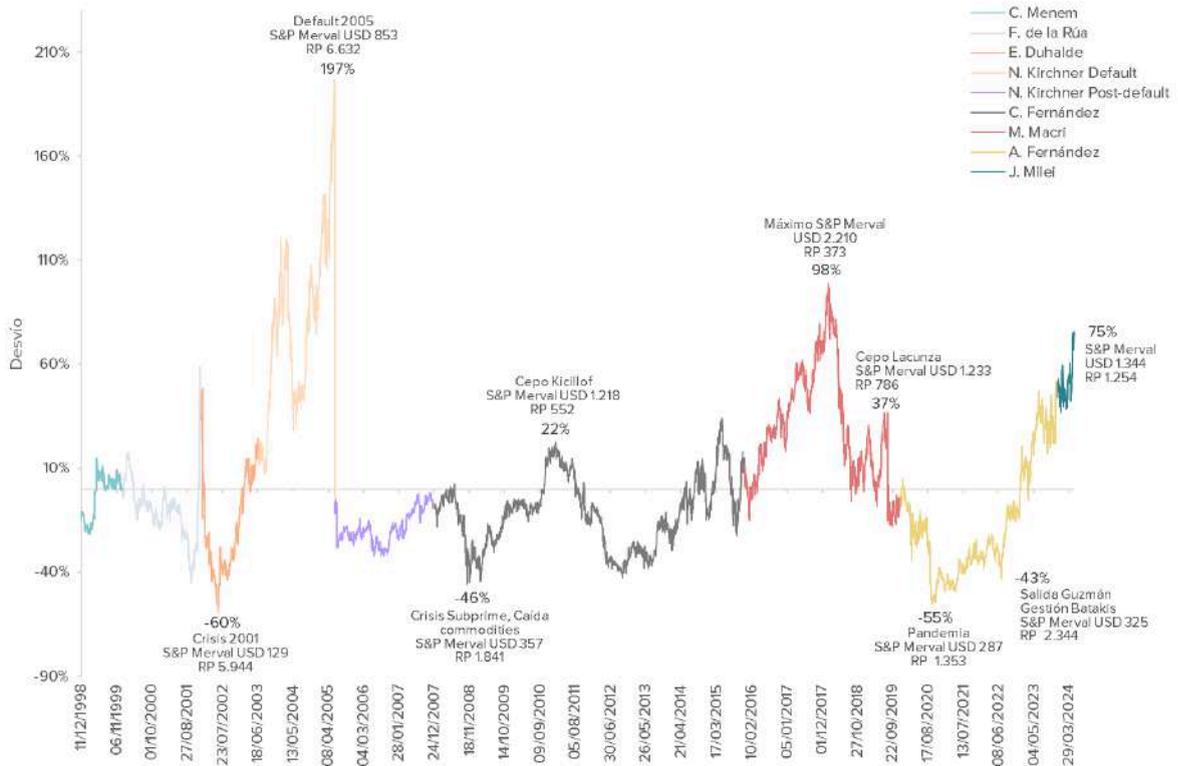
Correlación S&amp;P Merval Aj. (CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País (deuda "performing")



**En este gráfico observamos algunos fenómenos interesantes:** Primero que la correlación aumenta sensiblemente, lo cual hace al modelo más robusto. En segundo lugar nos permite focalizar mejor en el comportamiento actual: hoy vemos que la valuación del equity argentino se encuentra totalmente fuera de la línea de tendencia. Desde la segunda vuelta, este efecto se fue haciendo más y más notorio. Por los factores mencionados en el punto dos, es claro que los inversores toman posición en el equity ya mirando un escenario exitoso (una Argentina 2025 con reformas ya surtiendo efecto, ley Bases aprobada, y resultados tangibles en las ventas, ganancias y márgenes de las compañías). Es decir, el mercado se adelanta a una baja en el riesgo país y dado la poca profundidad del mercado; va tomando posiciones anticipándose a lo que descuenta que pueda ocurrir. Entre medio, las fluctuaciones son inevitables (movimiento de tasas en el exterior, ruido político local, el devenir de la gobernabilidad) y así el S&P Merval realiza corrección frente a dichos eventos. Pero la tendencia al alza es bien marcada y por el momento continúa firme.

El fenómeno anteriormente mencionado se hace aún más notorio cuando se observa la misma serie como desvío contra la línea de tendencia, como queda evidenciado en el gráfico inferior. El S&P Merval hoy se encuentra con un 75% de desvío frente a los niveles de riesgo país asociados. Es interesante contrastar los picos de los desvíos con el gráfico del punto 2, ya que refuerza la idea de que la iliquidez del mercado de equity argentino en relación al de deuda soberana explica en gran parte abruptas sobre valuaciones y ajustes cuando finalmente “las cosas no salen bien”.

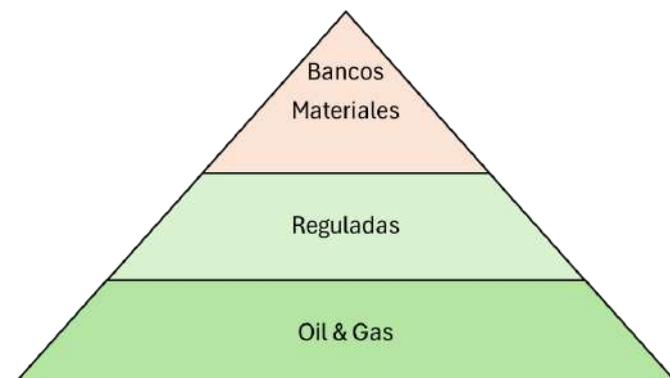
Desvío S&amp;P Merval contra Correlación histórico



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMAData.

## Estrategia y Cartera

Nuestra cartera y estrategia continúa sin cambios: **Consideramos atractivo continuar con una estrategia que mantenga una base sólida de fundamentales como lo es el sector de Oil & Gas**, dentro de las cuales nos gustan **Pampa Energía (PAMP)**, **YPF (YPFD)**, **Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)** y **Vista Energy (VIST)**. También, de cara al segundo trimestre, **creemos conveniente mantener en cartera acciones como Central Puerto (CEPU) y Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)**, compañías que se verán favorecidas por los incrementos tarifarios. Finalmente, **dentro de materiales y bancos continuamos con nuestra elección por Banco Macro (BMA) y BBVA Argentina (BBAR)**, y **Ternium Argentina (TXAR) y Loma Negra (LOMA)** y finalmente **ByMA (BYMA)**, acción que venimos recomendando desde hace bastantes meses por su resiliencia, defensividad y su capacidad de captar el crecimiento potencial del mercado de capitales argentinos.



## Resultados 1T24

- **YPF:** Para el 1T24 se comenzaron a materializar algunas de las decisiones estratégicas que está llevando adelante el nuevo management de la compañía, con el objetivo de focalizarse en shale oil. Las ventas totales crecieron un 2% con respecto al 1T23, mientras que comparado al 4T23 el incremento fue del 3%, con un EBITDA ajustado que creció fuertemente hasta los US\$ 1.245 MM (+19% frente al 1T23 y +15% frente al 4T23). Por el lado de la producción, la misma mostró un incremento del 3% (Q/Q y Y/Y), como resultado de un crecimiento en la producción de crudo (+7%). Así mismo, YPF logró una mejora del 12% en los costos de extracción (lifting cost) con respecto a igual trimestre de 2023, mientras que frente al 4T23 la mejora fue del 16%. Creemos que el management actual no solo tiene la visión correcta a futuro, sino también la capacidad de ejecución, por lo que vemos un enorme valor a futuro para los accionistas. [Informe](#) completo.
- **BYMA:** La inflación acumulada durante el primer trimestre de 2024 (+52%) y el bajo crawling del 2% durante el mismo periodo, llevaron los resultados de BYMA al terreno negativo, dada la decisión del management de mantener el patrimonio neto de la compañía dolarizado. Esta situación provocó que se deba reconocer una pérdida para la cuenta "Resultado por posición monetaria" de US\$ -127.613 MM, lo que redundó en un resultado neto de US\$ -69.730 MM (US\$ -91.41 por acción). No obstante, el resultado bruto de la compañía se incrementó en un 56% con respecto al 1T23, impulsado principalmente por los ingresos de mercado (BYMA), cuyo crecimiento fue del 54,3% frente a igual trimestre de 2023, mientras que los ingresos por servicios (Caja de Valores) mostraron un incremento del 20,7%. Con el objetivo de atenuar un impacto negativo similar al ocurrido en el trimestre, BYMA planea modificar su política para comenzar a asignar futuros resultados no asignados a mantener una posición en moneda local. Como expresamos en la sección anterior, creemos que es una acción interesante para mantener en cartera, no obstante su valor dependerá de que logre mantener los actuales márgenes y continuar creciendo en ingresos. [Link](#) al informe.
- **CEPU:** Para el primer trimestre de 2024 Central Puerto logró ventas por US\$ 150 MM, lo que significó un incremento del 13% frente a igual trimestre de 2023. Esto le permitió alcanzar un EBITDA ajustado de US\$ 84 MM, frente a los US\$ 45 MM en el 4T23 y US\$ 76 MM en el 1T23 (+10%). Así, el resultado neto de la compañía se posicionó en los US\$ 32 MM para los primeros tres meses del año, creciendo un 5% frente a igual trimestre del año previo. Dada la situación con los pagos por parte de Cammesa que venimos tratando en semanales anteriores, el management decidió incrementar la deuda financiera en un 4%, redundando en un ratio de apalancamiento de 1,1x, lo que da cuenta de la sólida posición financiera de la compañía. En cuanto a la generación de energía, la misma mostró un incremento del 8% al compararlo con el 1T23, explicado principalmente por una mayor generación producto de la capacidad aportada por Central Costanera (CECO2), y un leve incremento en la generación de energía renovable. Si bien CEPU ha sabido defender su negocio ante los atrasos en los pagos de Cammesa, creemos que la falta de claridad por parte del gobierno para encarar el sinceramiento de las tarifas de generación eléctrica representan un inconveniente para el corto plazo. No obstante, nos resulta interesante la estrategia de la compañía, su flexibilidad y su habilidad en cuanto a oportunidades de negocio, motivo por el cual creemos conveniente mantenerla entre las acciones recomendadas. [Ver](#) informe.

## 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.