

28 de junio de 2024

Argentina Weekly

Nueva emoción: ansiedad

- **La ansiedad no sólo alcanzó a Riley, sino también al mercado: la desaceleración en el ritmo de acumulación de reservas y el debate sobre el atraso cambiario comenzaron a inquietar al mercado.** El mercado se pregunta: ¿Alcanza el ritmo de acumulación actual para salir del cepo? ¿Es suficiente el crawling peg al 2% para evitar el atraso cambiario? ¿Habrá alguna modificación en el blend?
- **Más allá de la desaceleración en el ritmo de compras, destacamos que el gobierno ha cumplido con creces las metas pactadas con el FMI, dándole espalda para la negociación de un nuevo acuerdo.** A su vez, el propio FMI prevé que el BCRA pierda reservas en el tercer trimestre, ya sin el empuje de la cosecha gruesa.
- Si bien el gobierno ha logrado la aprobación de la Ley Bases y neutralizar los cambios fundamentales que el Senado había introducido en el paquete fiscal, la situación de las reservas no luce lo suficientemente alentadora como para calmar las aguas, y los tiempos esperados por el mercado posiblemente se extiendan. **A falta de noticias positivas que arrojen luz acerca del futuro de las reservas, el tipo de cambio y el cepo, el mercado deberá convivir con ansiedad.**
- El mercado tiene el foco puesto en la política cambiaria y se pregunta si el esquema actual de acumulación de divisas con el cepo no llegó a su fin dado que el tipo de cambio se encuentra demasiado apreciado. **La demanda por cobertura cambiaria continuó esta semana, tanto en los bonos soberanos DL que subieron 5% en promedio, como en los contratos de dólar futuro de Rofex donde se evidencia esta inquietud del mercado.**
- **Con respecto a la deuda hard dollar,** creemos que el mercado en mayor o menor medida ya descuenta la aprobación de la Ley Bases y el paquete fiscal en Diputados, por lo que la noticia no generaría un rally demasiado pronunciado que los lleve nuevamente a máximos. En este sentido vemos a la deuda lateralizando en estos valores hasta que no se sepa cómo continuará el régimen cambiario.
- En la sección **equity argentino** realizamos un profundo análisis sobre la situación actual y presentamos el “Semáforo del S&P Merval” para monitorear señales que nos permitan trazar la estrategia. **La misma, continúa con una sólida posición en el sector de Oil & Gas a través de Pampa Energía (PAMP), YPF (YPFD), Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) y Vista Energy (VIST).** Para el sector reguladas, **Central Puerto (CEPU) y Transportadora de Gas del Norte (TGNO4).** En cuanto al sector bancario, **Banco Macro (BMA) y Grupo Supervielle (SUPV)** son nuestras preferencias, **mientras que para el sector de materiales mantenemos Ternium Argentina (TXAR) y Loma Negra (LOMA).** Finalmente, **ByMA (BYMA)** mantiene nuestro visto positivo para la cartera.

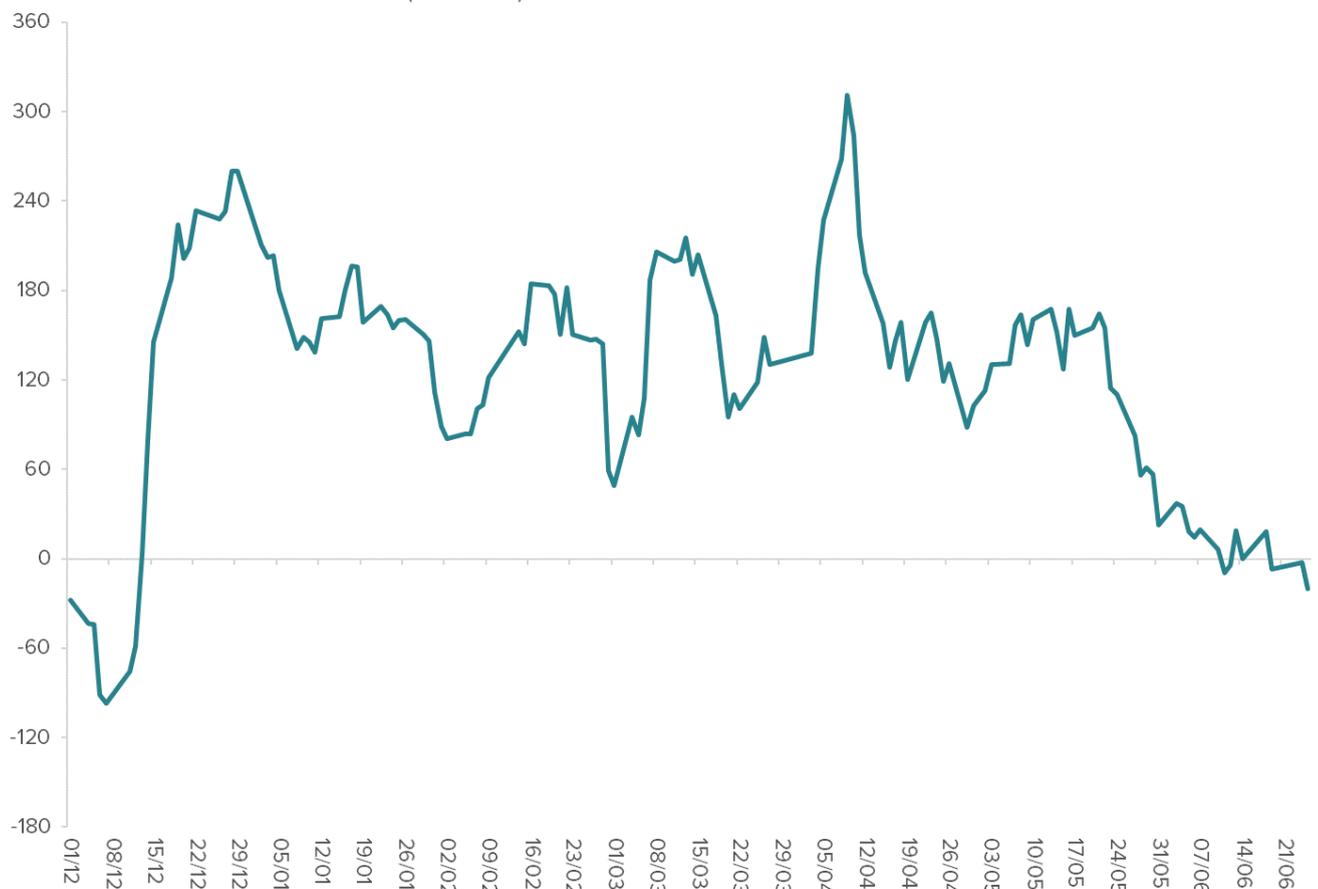
ECONOMÍA

La ansiedad no sólo alcanzó a Riley, sino también al mercado: la desaceleración en el ritmo de acumulación de reservas y el debate sobre el atraso cambiario comenzaron a inquietar al mercado. El foco parece haberse desviado de las buenas noticias por el lado legislativo, centrándose en las reservas del BCRA y reflejando las inquietudes en los dólares y los activos argentinos. Así, el mercado se pregunta: ¿Alcanza el ritmo de acumulación actual para salir del cepo? ¿Es suficiente el crawling peg al 2% para evitar el atraso cambiario? ¿Habrá alguna modificación en el blend?

Desde los máximos alcanzados inmediatamente post salto devaluatorio en diciembre, con el BCRA acumulando compras diarias incluso por encima de los USD 300 MM, el promedio móvil de 5 ruedas ha reflejado una tendencia algo desalentadora en las últimas semanas, cayendo sostenidamente hasta niveles negativos: **es decir, el BCRA se encuentra vendiendo dólares debido a su intervención en el MULC.**

Adjudicamos dichos saldos en el mercado de cambios a dos factores: por un lado una menor liquidación de exportaciones (la cual no puede ser adjudicada al agro, dado que este sector viene liquidando en línea con el promedio de años previos, según datos de CIARA y teniendo en cuenta que el 20% pasa por CCL), y un mayor acceso a divisas por el lado de los importadores.

Intervención del BCRA en MULC (USD MM) - media móvil 5 ruedas

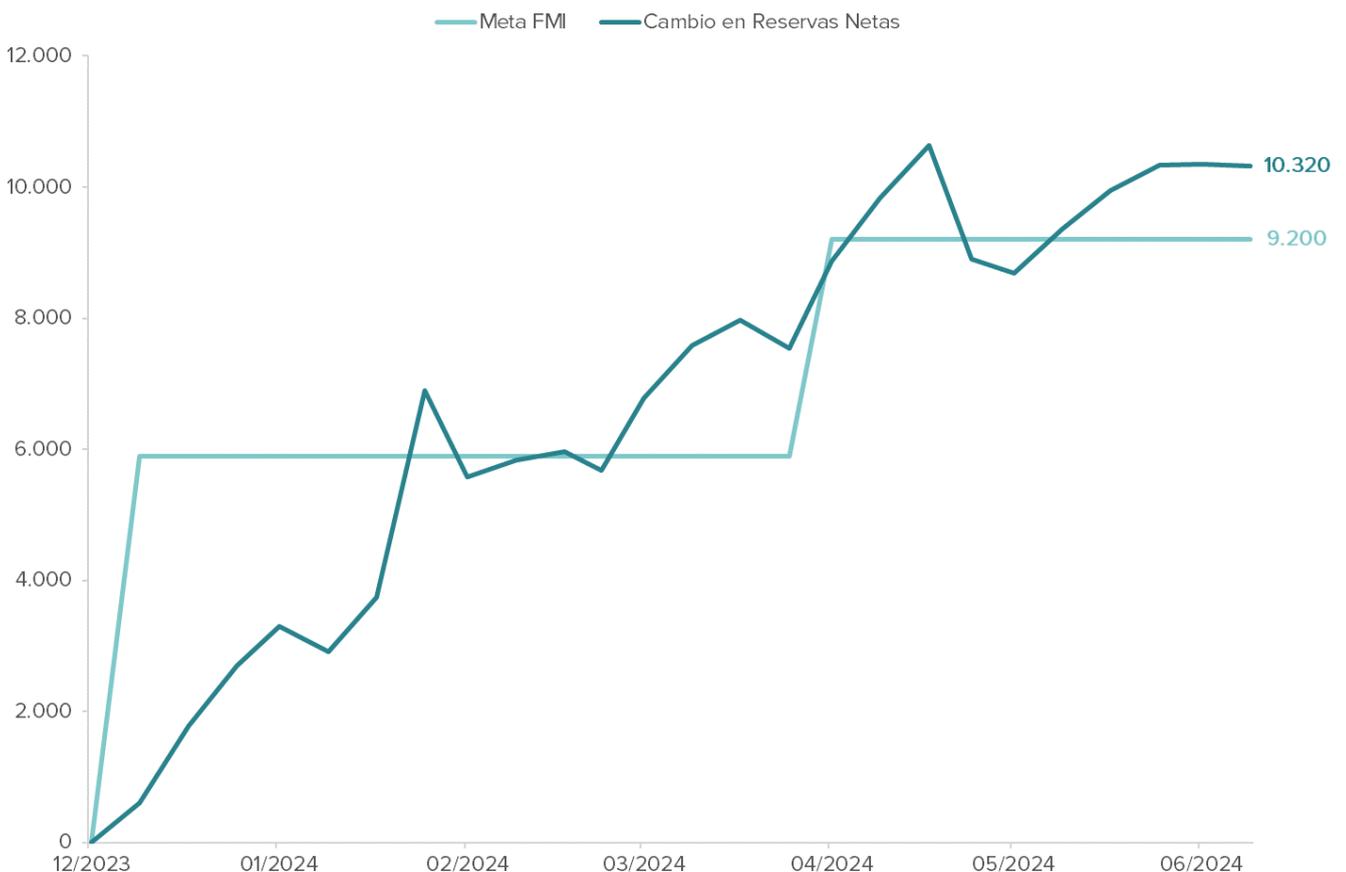


Fuente: IEB en base a BCRA

Esta noticia evidentemente encendió las alarmas con respecto al nivel de reservas del BCRA, particularmente con relación a la salida del cepo. Dicha salida de dólares hace peligrar el objetivo de una salida ordenada de los controles de capitales, dado que actualmente aún se cuenta con reservas netas levemente negativas, las cuales no resultan suficientes para respaldar la considerable masa de pesos contenida en pasivos remunerados y la demanda de dólares aún restringida.

No obstante, más allá del menor ritmo de acumulación de reservas en las últimas semanas, y que las reservas netas continúan siendo negativas, el gobierno ha hecho un trabajo fenomenal en cuanto al activo del BCRA en los meses previos. En los primeros cinco meses del año, la autoridad monetaria logró acumulaciones de divisas récord al compararlas con los últimos diez años, con el total de compras en el MULC superando los USD 14.500 MM. A su vez, hay que tener en cuenta que las reservas netas al comienzo del mandato de la administración actual se encontraban negativas en alrededor de USD 11.000 MM, mientras que actualmente ese número se encuentra levemente por encima de USD -1.000 MM. Teniendo en cuenta estos datos, **la acumulación de reservas netas ha superado USD 10.000 MM desde la asunción del nuevo gobierno, superando por un amplio margen las metas acordadas con el FMI, y dándole al gobierno espalda para la negociación de un nuevo acuerdo con el organismo.**

Acumulación de Reservas y Metas (USD MM)



Fuente: IEB en base a BCRA y FMI

El último Staff Report del FMI plantea una situación la cual puede resultar incómoda para el mercado, dado el nivel actual de ansiedad con respecto a las reservas del BCRA. Mientras que las metas para los primeros dos trimestres del año planteaban una mayúscula acumulación de reservas, la suerte para el tercer trimestre no sería la misma: **el organismo prevé pérdida de reservas por USD 1.600 MM.**

Un posible remedio para la ansiedad sería la llegada de fondos frescos desde el FMI en el marco de un nuevo acuerdo, y hoy dicha situación no parece cercana. Son evidentes las diferencias entre el Staff del FMI y el representantes del gobierno de Milei, conflictuando en lo que respecta a la política cambiaria (sostenibilidad del 2%, remoción del blend 80/20, y ni una mención a dolarización). Estas discrepancias podrían ser una premisa para lo que serán las negociaciones con el fondo, postergando un acuerdo. Esto nos dejaría un cuadro donde el mercado deberá convivir con su ansiedad hasta recibir noticias acerca del acuerdo con el FMI.

Las inquietudes sobre el nivel de acumulación de reservas del BCRA también han reavivado un tema de debate: el atraso cambiario. Existen dos lecturas con respecto a este tema, una positiva y otra negativa. La lectura positiva se evidencia en las declaraciones de los equipos económicos ligados al gobierno, particularmente en declaraciones de Luis Caputo. El actual ministro de Economía defendió el ritmo de devaluación diaria actual, apuntando contra los “devaluadores seriales” y asegurando que la forma de ganar competitividad es mediante baja de impuestos. A su vez, el gobierno viene escudándose en el superávit comercial de los últimos cinco meses, asegurando que no sería posible sin un tipo de cambio real competitivo. **Hoy el tipo de cambio oficial ajustado por inflación se encuentra un 20% por encima del nivel previo al salto del 10 de diciembre.**

En cuanto a la lectura negativa, el crawling peg al 2% mensual versus inflaciones mensuales por encima de los dos dígitos erosionó notablemente el tipo de cambio real. **Al mismo tiempo que el tipo de cambio oficial ajustado por inflación está un 20% por encima del nivel previo al salto, se encuentra un 45% por debajo del nivel inmediatamente posterior al mismo.** Asimismo, los críticos del gobierno no consideran válida la justificación en base al saldo comercial positivo acumulado, asegurando que dicho resultado se obtuvo mayoritariamente a través de una fuerte caída de importaciones, y no a una mejora en la competitividad de exportaciones.

CCL y A3500 ajustados por inflación



Fuente: IEB en base a BCRA, Indec y LSEG

Teniendo en cuenta esta conjunción de factores, hacia adelante el desafío para la Argentina radica en la necesidad de acumular reservas suficientes para una salida ordenada del cepo, sostener un tipo de cambio competitivo compatible con dicha acumulación de reservas, y la incertidumbre sobre la posibilidad de alcanzar un nuevo acuerdo con el FMI cuanto antes. El mercado estará siguiendo de cerca las negociaciones con el organismo y las compras diarias del BCRA, esperando noticias positivas que mitiguen la incertidumbre actual.

No obstante, la situación actual no luce lo suficientemente alentadora como para calmar las aguas. El BCRA no encuentra la oferta necesaria de dólares para respaldar la demanda, y no sólo está previsto que el ritmo de acumulación disminuya, sino también que la entidad pierda reservas, al mismo tiempo que el equipo económico mantiene firme su compromiso con el ancla cambiaria, la cual viene presentando resultados muy positivos en cuanto a inflación, a expensas de una progresiva apreciación del peso, así como la no modificación del blend.

Los tiempos que espera el mercado posiblemente se extiendan, y a falta de señales o noticias positivas que arrojen luz acerca del futuro para las reservas internacionales y la salida del cepo, el mercado deberá convivir con la ansiedad.

DEUDA EN PESOS

El Tesoro volvió a lograr otro buen resultado en la licitación de esta semana colocando \$8,4 BB logrando un financiamiento neto de \$2,7 BB. Adjudicó \$6 BB a la nueva lecap de septiembre (S30S4) prorrateando al 62,5%, mientras que a las dos lecaps mas cortas las declaró desierta. Para quienes extendieron duration en la licitación y fueron a la lecap de diciembre (S13D4) obtuvieron un premio con respeto al secundario al cierre del miércoles, ya que esta letra cortó con una tasa de 4,5% TEM vs 4,2% TEM que operaba en el mercado. El jueves la curva de lecaps corrigió en el tramo largo y convalidó la tasa de la licitación, pasando a operar en niveles de 4,7% TEM.

La novedad de esta licitación fue que ofreció un bono dolar linked a diciembre 2025 donde colocó \$0,22 BB a DL-8,61% rechazando ofertas por \$0,86 BB. Esta tasa de corte luce demasiado comprimida ya que se necesitaría un salto del tipo de cambio muy importante para igualar el rendimiento de este bono con el de una lecap.

El mercado tiene el foco puesto en la política cambiaria y se pregunta si el esquema actual de acumulación de divisas con el cepo no llegó a su fin dado que el tipo de cambio se encuentra demasiado apreciado. La demanda por cobertura cambiaria continuó esta semana, tanto en los bonos soberanos DL que subieron 5% en promedio, como en los contratos de dólar futuro de Rofex donde se evidencia esta inquietud del mercado.

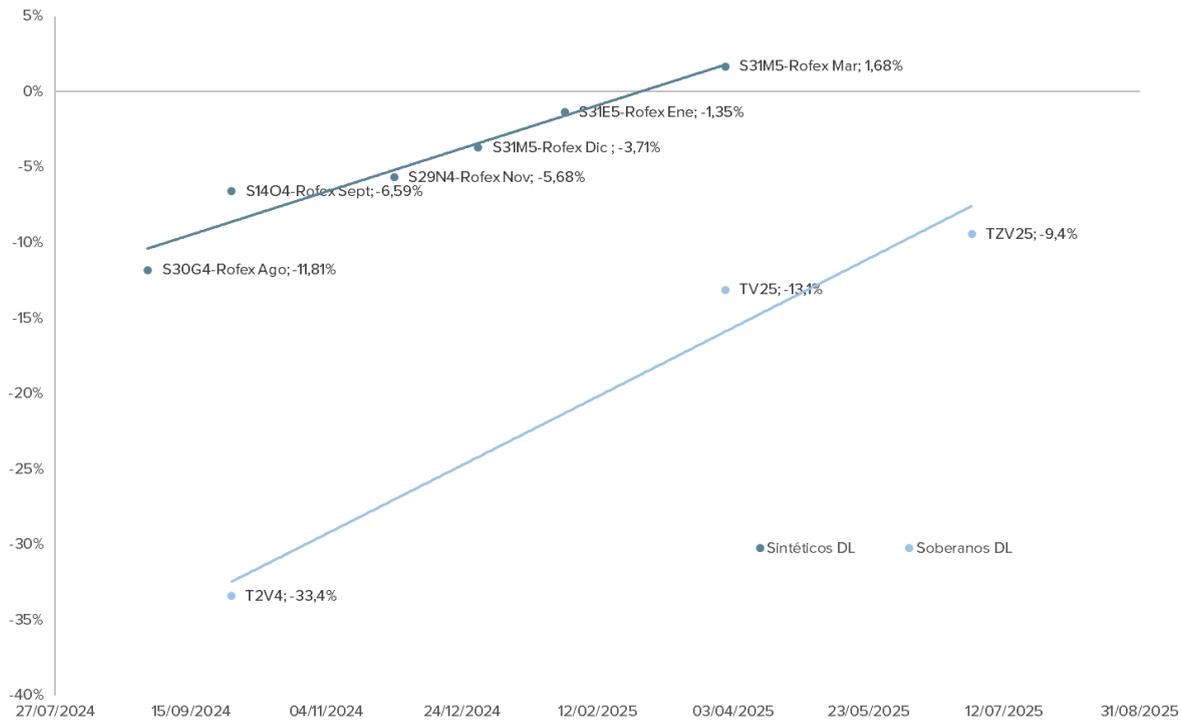
Resultado Licitación del Tesoro 26/06/2024							
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo Adjudicado	Tasa de Corte (TEM/TNA)	% del total Adjudicado	Factor de Prorrateo
S26L4 (Reapertura)	26/7/2024	\$ 1.282.546					
S30G4 (Reapertura)	30/8/2024	\$ 722.571					
S30S4 (Nueva)	30/9/2024	\$ 9.577.966	\$ 6.000.000	\$ 6.000.000	4,25% TEM	71%	62,53%
S13D4 (Nueva)	13/12/2024	\$ 2.271.951	\$ 2.205.751	\$ 2.205.751	4,50% TEM	26%	97,09%
TZVD5 (Reapertura)	15/12/2025	USD 1.167	USD 221	\$ 229.720	-8,61% TNA	3%	18,93%
Total	-	\$ 14.916.615	\$ 8.406.787	\$ 8.435.471	-	-	-

Fuente: IEB en base a Mecon.

ofrecen rendimientos similares a los sintéticos aunque puede resultar difícil desprenderse luego de ellas en el secundario.

Además con la brecha cambiaria casi en 50% los instrumentos dólar linked vuelven a tener atractivo dado que se podría capturar esta diferencia entre el FX oficial y el financiero si el primero convergiera al segundo en una eventual liberación del cepo.

Sintéticos DL vs curva Soberanos DL



Fuente: IEB en base a BymaData y Rofex

DEUDA EN DÓLARES

Los bonos hard dollar extienden la tendencia bajista esta semana a la espera de una decisión en el Congreso. En lo que va de la semana retroceden 2,5% en promedio y si bien esta semana las miradas estuvieron puestas en la decisión del Congreso, especialmente si se aprobaba el texto original con la reversión de ganancias y la reforma de bienes personales que mejoraría la calidad del ajuste fiscal, la inquietud principal del mercado pasó a ser la política cambiaria. Creemos que el mercado en mayor o menor medida ya descuenta la aprobación de la Ley Bases y el paquete fiscal en Diputados, por lo que la noticia no generaría un rally demasiado pronunciado que los lleve nuevamente a máximos. En este sentido vemos a la deuda lateralizando en estos valores hasta que no se sepa cómo continuará el régimen cambiario.

Los inversores perciben como apreciado al tipo de cambio oficial, lo que genera presión en los dólares financieros y genera expectativas devaluatorias que desincentivan la liquidación de divisas. La oferta de los exportadores no se normaliza, generando cierta inquietud en el mercado dado que es un mes con una oferta estacionalmente alta. A las expectativas devaluatorias se le suma el costo de oportunidad relativamente bajo para los exportadores de estar en pesos (3% TEM vs 2% del crawling). **El actual esquema de acumulación de divisas**

con cepo se fue desgastando y luce agotado. Esto genera incertidumbre en el mercado de cara a los vencimientos en dólares que enfrenta el gobierno.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



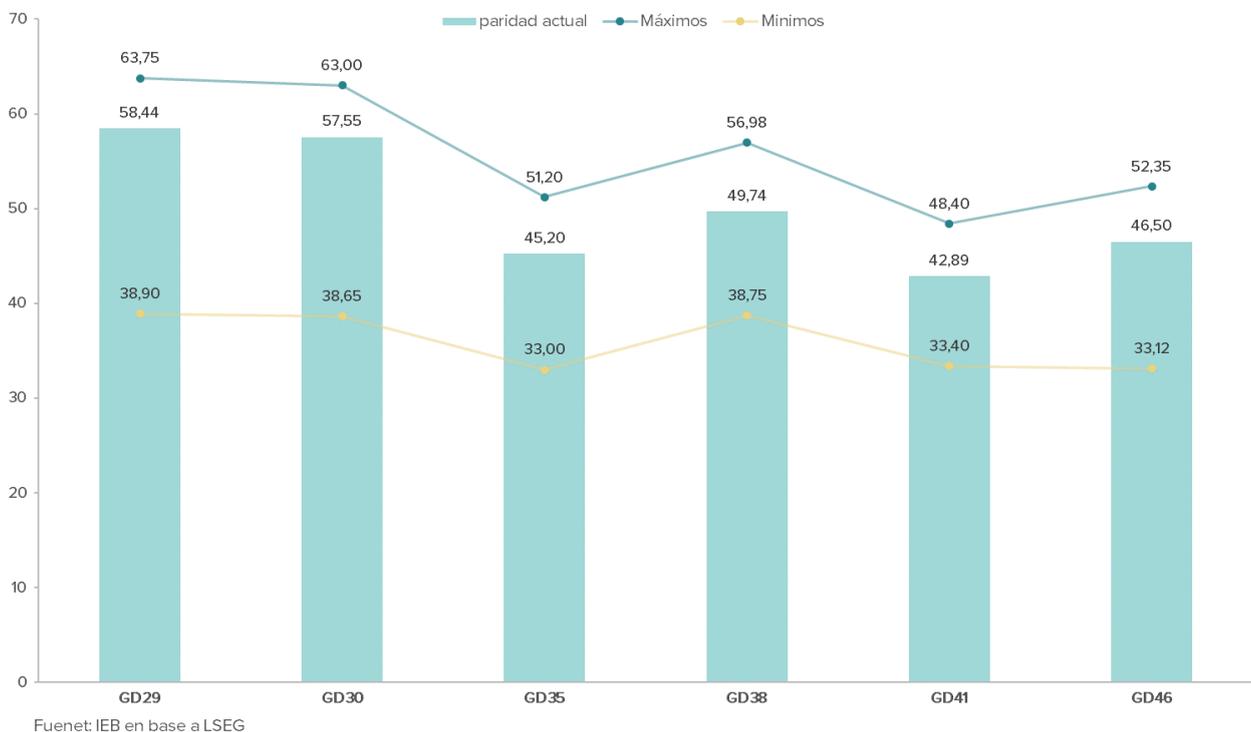
Fuente: IEB en base LSEG.

Esta semana INDEC publicó el informe de la balanza de pagos correspondiente al primer trimestre de este año donde se puede observar la tenencia de bonos hard dollar por parte de no residentes. La tenencia de bonos bajo Ley NY se mantuvo prácticamente igual que a diciembre de 2023. Lo que sí llamó la atención es que aumentó en términos de promedio ponderado la tenencia de títulos bajo legislación local por parte de los inversores extranjeros. **Específicamente la tenencia de títulos AL30/AE38/AL41 como proporción del monto total emitido pasó de 15% en el cuarto trimestre del 2023 a 17% durante el primer trimestre de este año. Esta tendencia por parte de los inversores extranjeros muestra la mejora en las perspectivas con respecto a la voluntad de honrar la deuda por parte de la actual gestión.**

En relación a esto último, la secretaria de Finanzas informó que el financiamiento neto obtenido en la licitación de esta semana de \$2,7 BB será destinado a la compra de dólares para pagar vencimientos de bonares y globales. De esta forma, la posición de liquidez del Tesoro aumenta a casi \$17 BB, que se encuentran depositados en el central a tasa cero.

En líneas generales los bonos se encuentran en valores por debajo de los alcanzados a mediados de mayo antes de que comenzara el ruido político. Si bien la aprobación del texto original en el Congreso podría apuntalar un cambio de tendencia en los activos locales, creemos que la preocupación del mercado pasa por la política cambiaria y que ya tiene más o menos en precios la aprobación. Como mencionamos antes, el mercado percibe que el tipo de cambio real está apreciado lo que genera una ampliación de la brecha cambiaria, incentivos a no liquidar y en última instancia produce que el BCRA no pueda comprar dólares en el MULC. Es esto último lo que inquieta al mercado avizorando un perfil de vencimientos que luce abultado y un segundo semestre donde el BCRA suele terminar con posiciones vendedoras.

Globales: Rango de paridades gestión Milei



Es así que hasta que no se resuelva el problema cambiario creemos que los bonos seguirán lateralizando en los niveles de los últimos meses y expuestos a mucha volatilidad. En los bonos soberanos sugerimos posicionarse en el tramo medio de la curva, en los bonos GD35 y GD41, dado que operan con paridades más bajas que los cortos siendo más defensivos frente un escenario adverso. Por otra parte, si todo sale bien y se normaliza la curva convergiendo a niveles de TIRs de 10% estos son los que ofrecen un mayor upside. Dado que vemos a los soberanos lateralizando creemos conveniente incorporar a la cartera ONs HD donde nos gusta Telecom 2026 (TLC10) y Tecpterol 2026 (TTC70). También sería conveniente la incorporación de bopreales de baja duration.

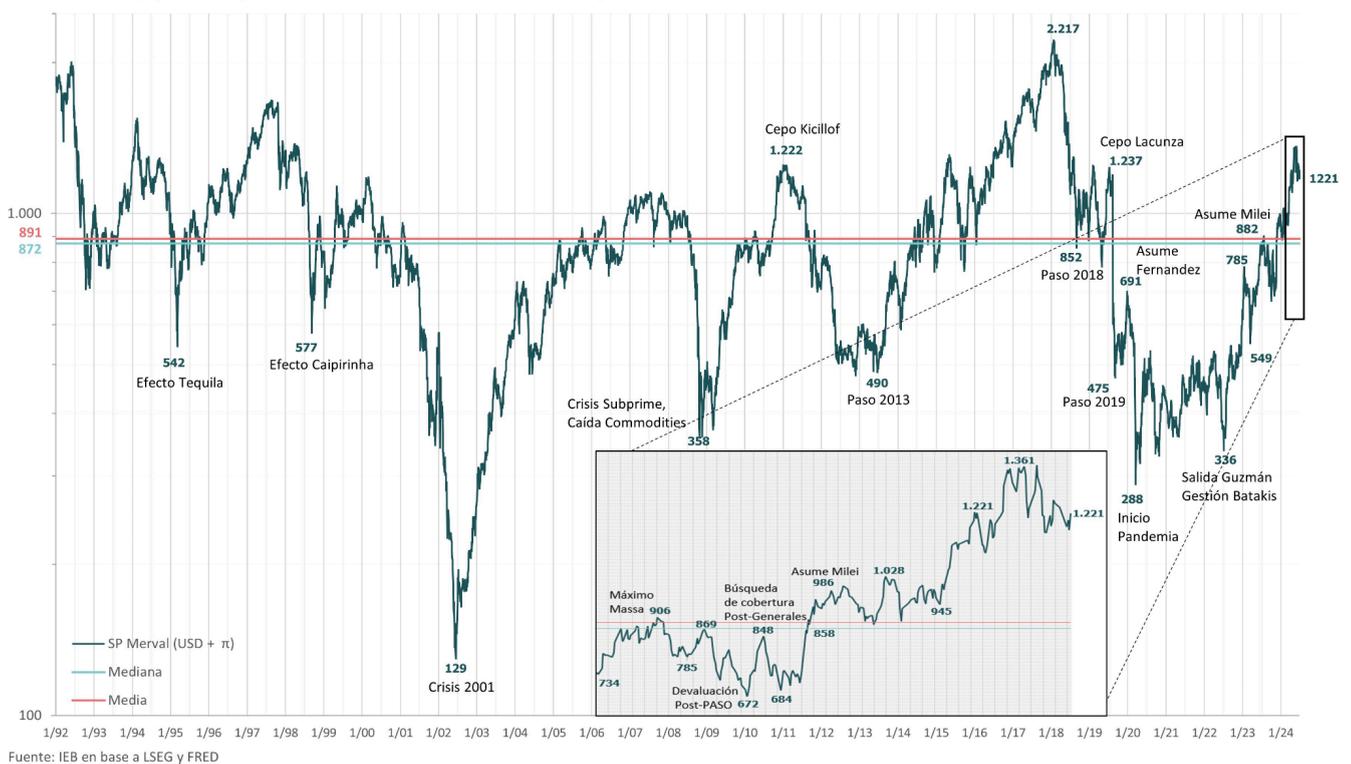
EQUITY ARGENTINO

Los ciclos del mercado de acciones: La ineficacia del “Buy & Hold”

La historia del S&P Merval nos muestra que la estrategia “Buy & Hold” ha probado ser incorrecta por lo menos hasta el momento. Una aclaración importante es a qué llamamos “Buy & Hold”: es una estrategia muy común entre inversores pequeños en EE.UU. Gran parte de los ahorros se destinan a comprar acciones, ETFs y mantenerlos independientemente de la variación que vayan sufriendo, en el entendimiento que “a la larga”, siempre hay un retorno positivo. Por supuesto que puede no ser la mejor estrategia, pero consideramos que es interesante realizar el ejercicio comparativo entre aplicar dicha estrategia en EE.UU. vs. Argentina.

Basta con mirar el gráfico histórico del S&P Merval medido en US\$ CCL y ajustado por inflación de EE.UU. para notar la importancia de entender los ciclos del mercado. Este simple gráfico histórico muestra en forma explícita lo difícil que resulta aplicar la estrategia que mencionamos; el S&P Merval con sus históricos y constantes ciclos de alzas y bajas sin una tendencia clara bastaría como prueba.

S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación de EE.UU.)



Podemos ahondar aún más en la fundamentación de porqué la estrategia de “Buy & Hold” ha resultado peligrosa históricamente: **La tasa de crecimiento anual compuesta (la llamada “CAGR” en inglés) del S&P 500 desde 1992 a la fecha arroja un 5,5% anual real (es decir, ajustado por inflación de EE.UU.) mientras que la del S&P Merval un magro 1,3%.** Dichos retornos no incluyen el retorno adicional por dividendos, que es significativamente mayor en el caso del S&P 500 que en el del S&P Merval. En el gráfico inferior se observa muy claramente lo mencionado anteriormente. Téngase presente que de no haber existido el rally que experimentaron las acciones post ballotage, el retorno sería negativo.

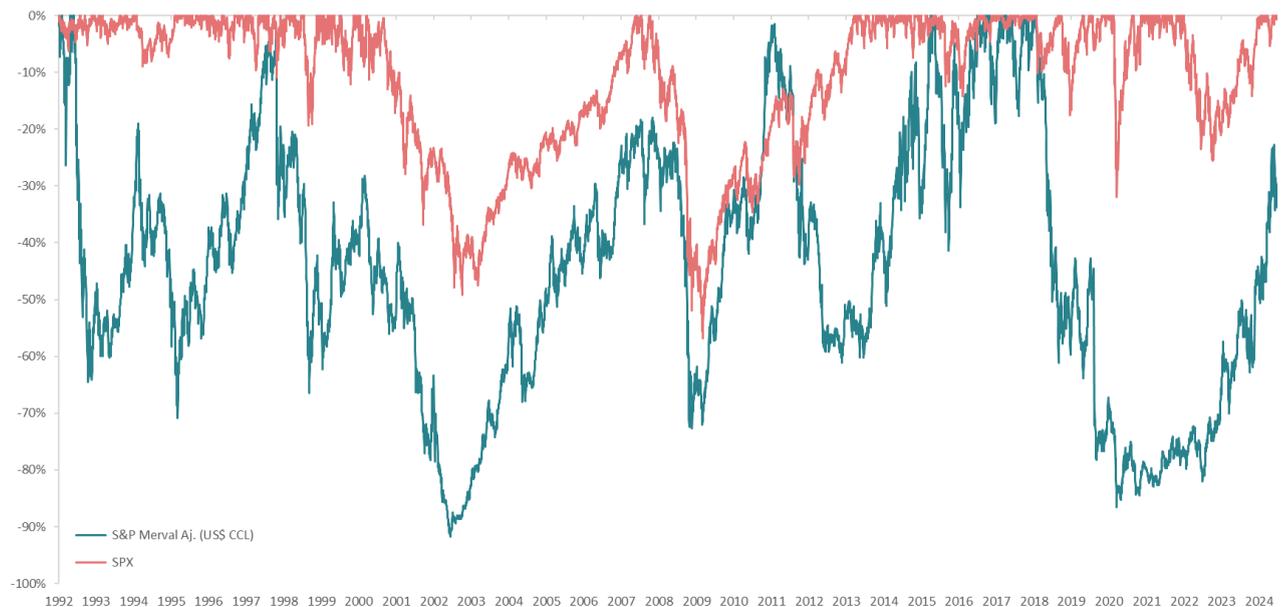
CAGRs S&P Merval (US\$ CCL) vs S&P500 - Aj. por inflación EE.UU



Fuente: IEB en base a LSEG.

Si son necesarias más pruebas, los “drawdowns” (técnicamente se define un “drawdown” como la distancia entre el máximo previo alcanzado y el mínimo más profundo durante un período de tiempo) en el S&P Merval son muchísimo más severos y lleva más tiempo su recuperación cuando son comparados con los del mercado de EE.UU., tomando como referencia el S&P 500.

Drawdowns S&P Merval (US\$ CCL) vs S&P 500



Fuente: IEB en base a BYMADATA, LSEG y FRED.

De esta situación surgen algunas conclusiones muy importantes:

- 💡 **El mercado de equity argentino es un mercado de trading en el cual el timing es crucial.** Entendiendo como “trading” una ventana temporal que, en términos históricos, corresponde aproximadamente a dos años.
- 💡 **Resulta tan importante saber cuándo salir del mercado que cuándo entrar al mismo.**
- 💡 **La “ventana” y “los puntos de entrada” definen el resultado final para el inversor.**

¿Estamos frente a un cambio de paradigma? A pesar del nerviosismo de los mercados durante esta última semana, somos optimistas con el programa encarado por la actual administración; creemos que va en el sentido correcto y que potencialmente puede, finalmente, llevar a la Argentina a un largo período de crecimiento. **Pero aprendiendo del pasado, podemos trazar una estrategia que intente capturar el potencial upside y, a la vez, ser defensiva en caso de ocurrir algún traspíe.**

Para monitorear la situación diseñamos lo que llamamos “El Semáforo del S&P Merval”, que no son más que una serie de herramientas que nos permiten evaluar el potencial de upside del mercado como así también señales de alerta que puedan llamar a cautela.

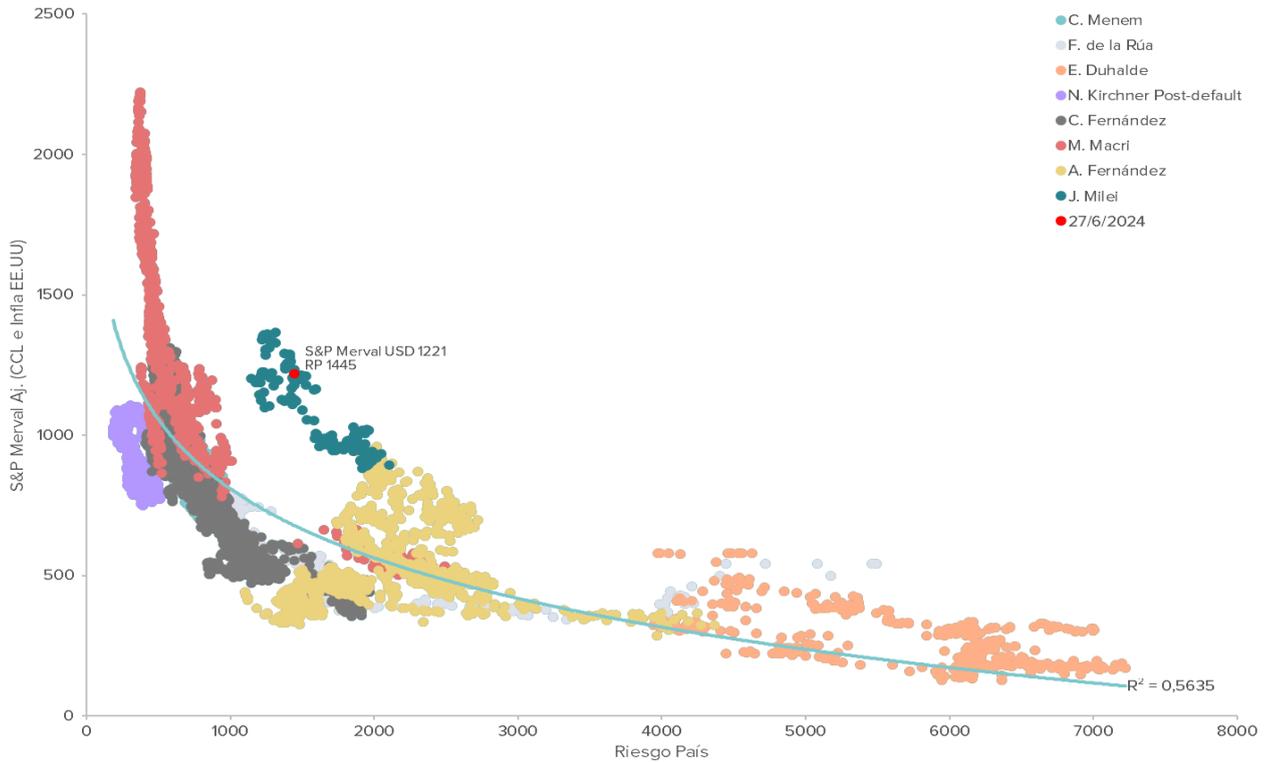
- 🚦 “El semáforo del S&P Merval” → Herramienta de monitoreo
- ✅ Correlación riesgo país vs. niveles del S&P Merval (US\$ CCL)
 - ✅ Monitorear los flujos, ¿Qué hacen los inversores?
 - ✅ ¿Qué hacen los controlantes?, Leyendo el “cost of equity”
 - ✅ “Desvíos de liquidez”, Las palizas son muy duras
 - ✅ Niveles de compra (puntos de entrada), Definen el resultado
 - ✅ S&P Merval (AR\$) vs US\$ CCL
 - ✅ El clima político – económico, El verdadero driver

1. S&P Merval vs. Riesgo País

Primero analizar la relación entre el S&P Merval (medido en US\$ CCL y ajustado por inflación EE.UU. contra los niveles de riesgo país asociados). Quitamos de la serie las cotizaciones del mercado ocurridas mientras la deuda soberana se encontró en default puesto que en dichos momentos el riesgo país no es un indicador relevante. Analizando la serie (ver presidencia de Milei en tono verde en el gráfico inferior) parecería que el equity argentino se encuentra extremadamente sobrevalorado con respecto a los niveles de riesgo país históricos.

Aquí creemos que vale la pena hacer la siguiente aclaración: La deuda soberana actual de la Argentina hasta ahora dado sus bajos cupones se ha comportado más como un “call” a una recuperación de la Argentina que como un instrumento de deuda fija propiamente dicho. Eso explica en parte dicha sobrevaluación.

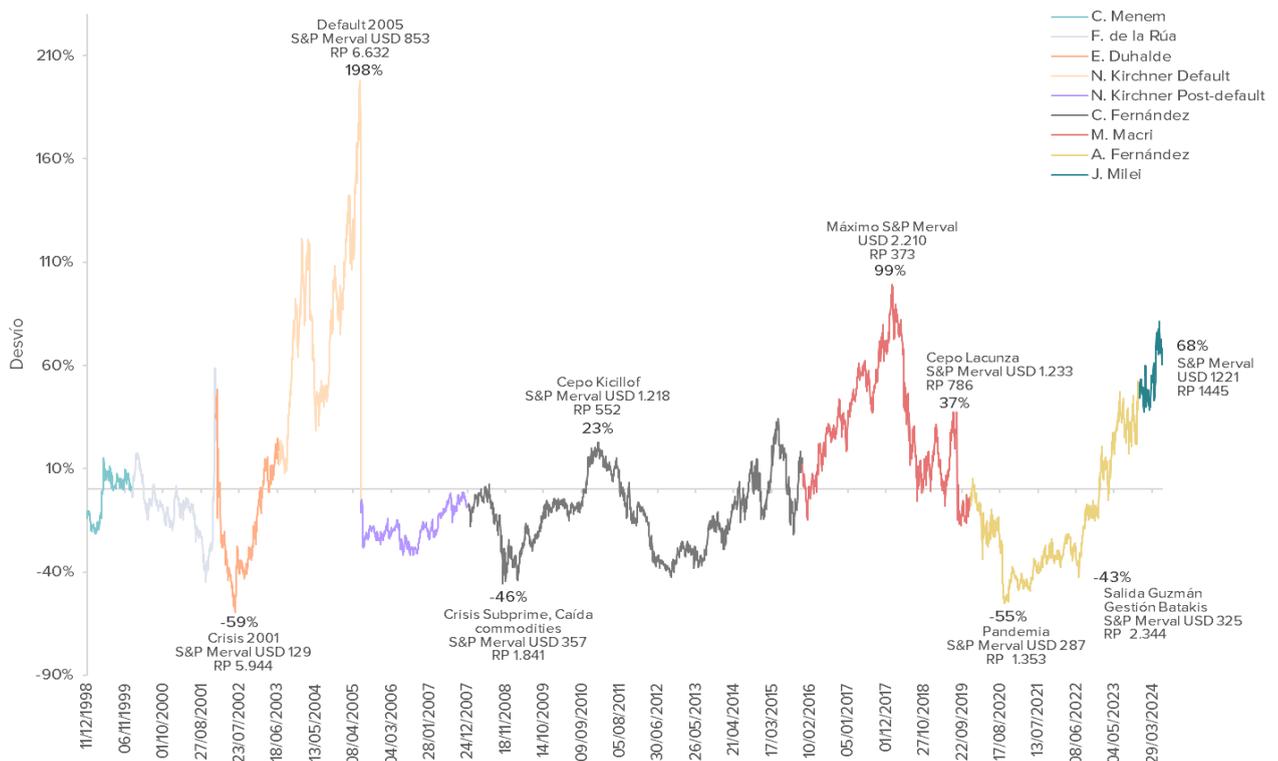
Correlación S&P Merval Aj. (CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País (deuda "performing")



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMADData.

Cuando vemos el desvío que tiene la deuda soberana con respecto a los niveles de riesgo país –hoy en aproximadamente 68%- vemos que ha habido premios aún mayores (presidencia de Macri).

Desvío S&P Merval contra Correlación histórico



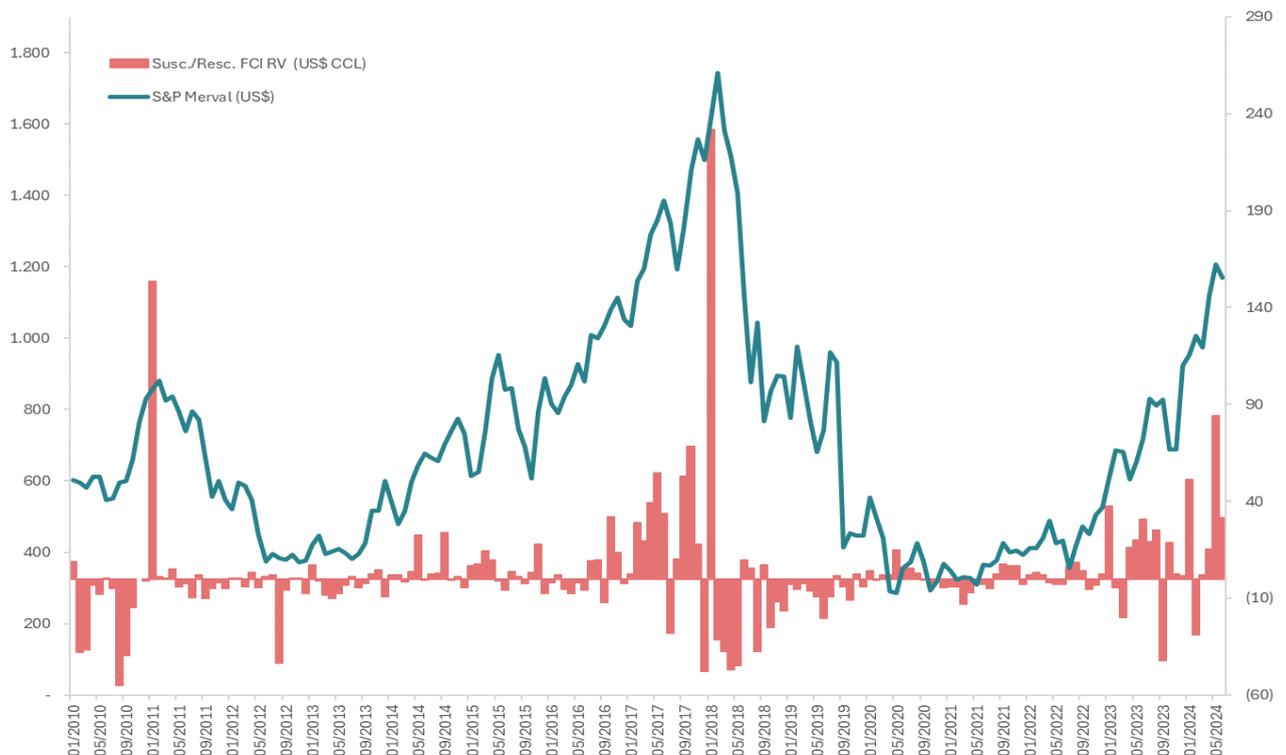
Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMADData.

Mientras la deuda soberana tenga recorrido, el equity tiene sustento y fundamento para continuar su camino alcista. En un escenario como el actual, en el que vemos la deuda soberana lateralizando en valores de US\$50 a US\$55 la traducción al mercado de renta variable debería ser similar: lateralización (pero, con un mayor grado de volatilidad por la naturaleza misma del “asset class”). En el largo plazo, le damos una luz verde a este semáforo, sin perder de vista que en el corto plazo lo más apropiado sería el amarillo.

2. Monitorear los flujos

Una segunda herramienta es monitorear lo que hacen los inversores institucionales locales. Ver cómo se comportan los flujos a los FCI de renta variable argentina. Aquí nuevamente podemos dar una luz verde ya que los flujos hacia FCI de renta variable no han cesado de crecer. Este es un punto importante dada la poca profundidad del mercado de equity argentino.

Flujos de FCI RV (US\$ CCL MM) vs. S&P Merval (US\$ CCL)



Fuente: IEB en base a CAFCI y ByMADData

3. ¿Qué hacen los controlantes?

Cuando el ciclo del mercado accionario argentino se encuentra en niveles altos, los controlantes suelen aprovechar para realizar emisiones de acciones: IPOs, follow-ons, etc. En sentido inverso, cuando los mismos consideran que la valuación del mercado es baja suelen lanzar importantes programas de recompra de sus propias acciones. En definitiva, lo que finalmente hacen es brindarnos la lectura que hacen del “cost of equity”.

Aquí nuevamente podemos otorgar una luz verde al semáforo: salvo por el IPO de Distribuidora de Gas del Centro, no ha habido un movimiento fuerte de emisión de acciones y/o IPOs.

S&P Merval Aj. (US\$ CCL e Inflación)

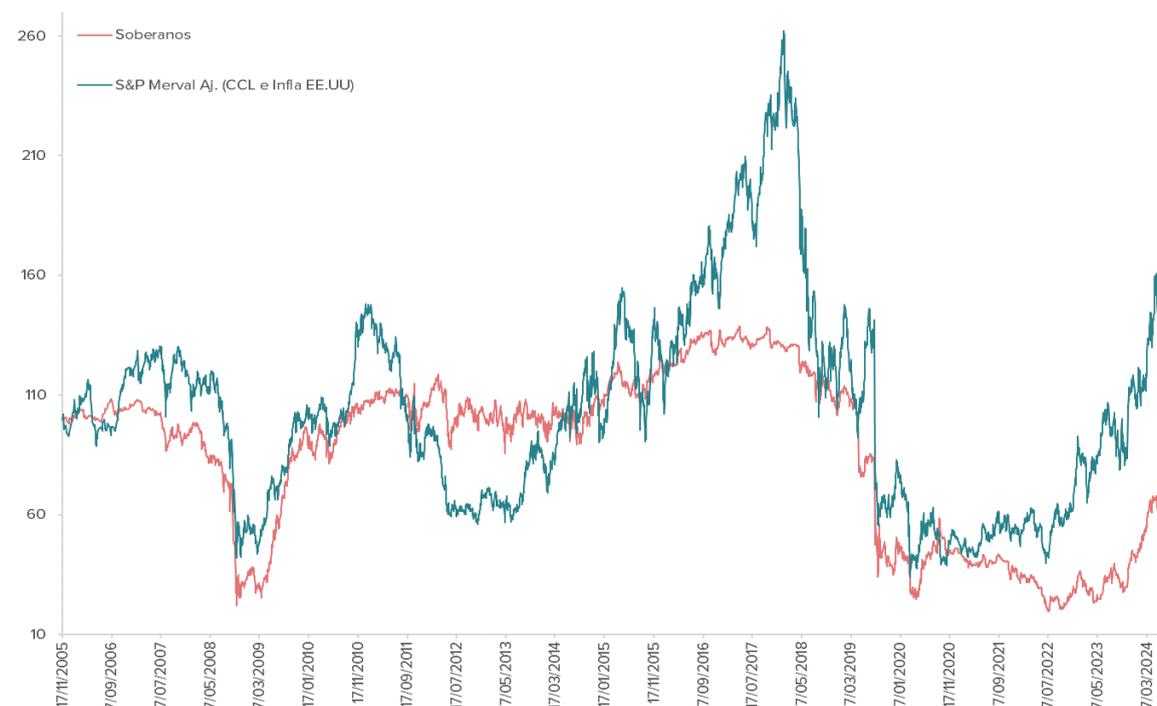


Fuente: IEB en base a BYMADATA, LSEG y FRED

4. Los desvíos por liquidez

La asimetría de liquidez entre los mercados de deuda soberana y equity argentinos es notable. Armar (y desarmar) una posición de equity en el mercado argentino, dada la poca profundidad de este, lleva tiempo si no se quiere convalidar una suba (o baja en el caso del desarme) de precios significativa.

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



Fuente: IEB en base a LSEG.

Es por ello por lo que en los ciclos de expectativas positivas para Argentina vemos un desvío notable en las valuaciones del equity para luego realizar una corrección violenta.

Consideramos que este efecto se debe a la asimetría de liquidez mencionada anteriormente y que lleva a los inversores a mantener la posición hasta que realmente el ciclo se da por terminado. Llegado ese punto, la posición se liquida convalidando un brutal ajuste de precio. En la situación actual le asignamos una luz amarilla a dicha señal. A los efectos prácticos no es más que otra forma de observar el desvío entre el S&P Merval y los niveles de riesgo país asociados, pero desde una perspectiva de la liquidez.

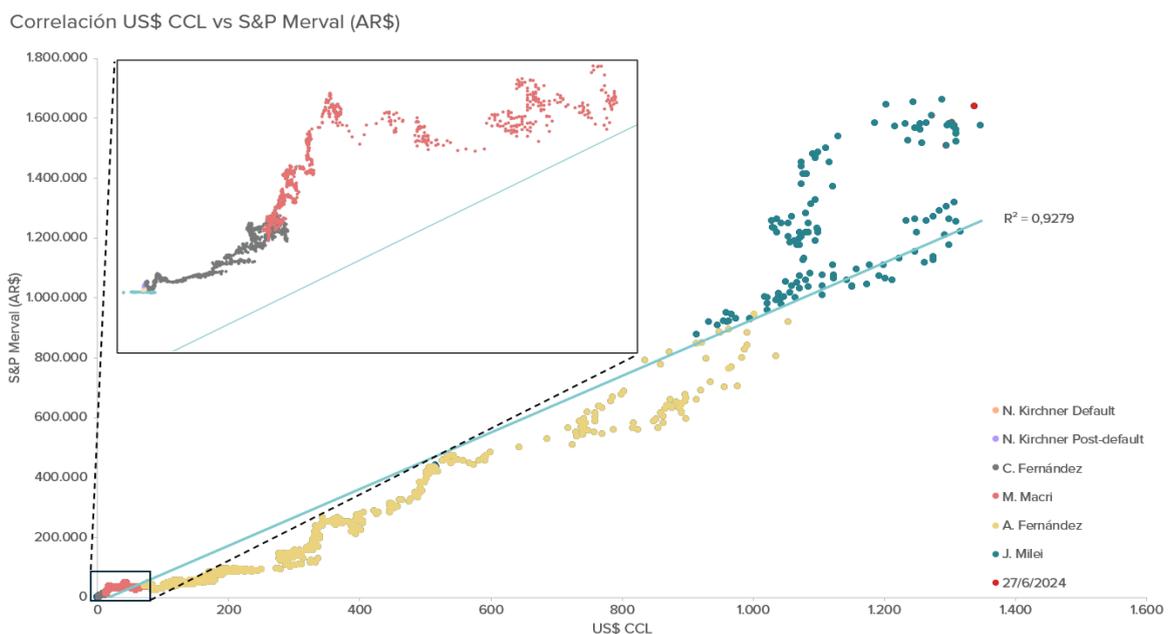
5. Correlación S&P Merval (AR\$) con US\$ CCL

Existe una marcada y significativa correlación entre el S&P Merval (medido en AR\$) y el US\$ CCL (o libre cuando sea el caso). Los niveles observados actualmente se encuentran significativamente alejados de dicha correlación.

Esto podría indicar tres escenarios:

1. El US\$ CCL se encuentra relativamente barato (es una posibilidad, pero no creemos que sea el factor que explique mayormente el efecto)
2. El S&P Merval se encuentra sobrevaluado en AR\$ (también es una posibilidad a la que le otorgamos una explicación parcial de la situación)
3. Los inversores realmente consideran que estamos frente a un potencial cambio de paradigma; este mismo efecto se observó durante los primeros dos años de la gestión Macri.

En este sentido nos volcamos hacia la tercera opción (sin dejar de tener en cuenta que tanto la opción primera como la segunda pueden influenciar). Nuevamente en este caso le otorgamos al semáforo una luz amarilla.



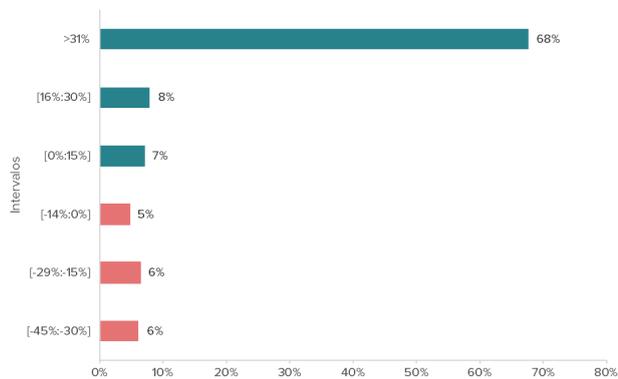
Fuente: IEB en base a LSEG y ByMADData.

6. Niveles de Compra (puntos de entrada)

Históricamente los niveles de compra a los que se ha entrado al mercado de equity argentino han explicado en gran parte el retorno obtenido. Utilizando la ventana promedio de los ciclos alcistas (dos años), analizamos qué porcentaje de las veces se obtienen retornos positivos o negativos. Utilizamos puntos de entrada de US\$ 400, US\$ 600, US\$ 800 y US\$1.000 para el S&P Merval.

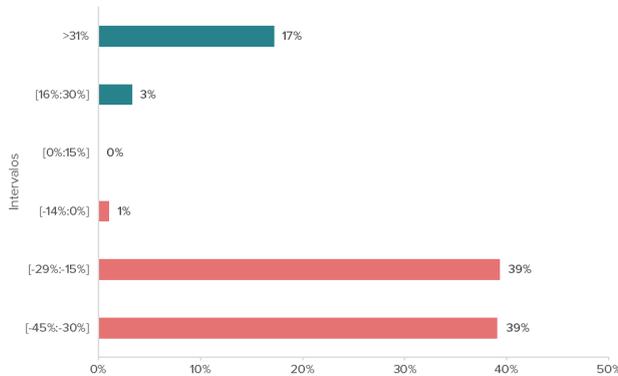
Como se observa en el gráfico, históricamente ingresar en el mercado de equity a niveles de US\$1.000 ha redundado en resultados mayoritariamente negativos, mientras que hacerlo a niveles sensiblemente menores incrementa fuertemente las probabilidades de obtener una ganancia.

S&P Merval US\$ 400



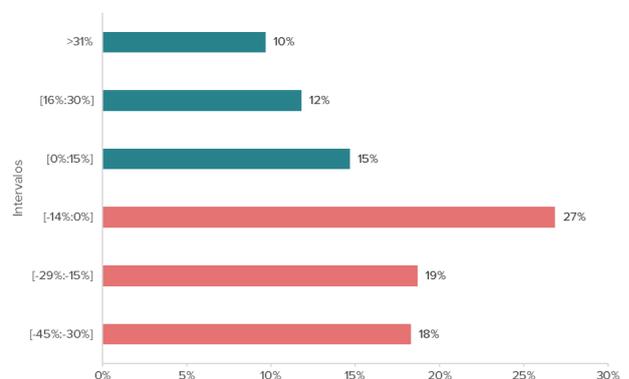
Fuente: IEB en base a ByMADATA.

S&P Merval US\$ 800



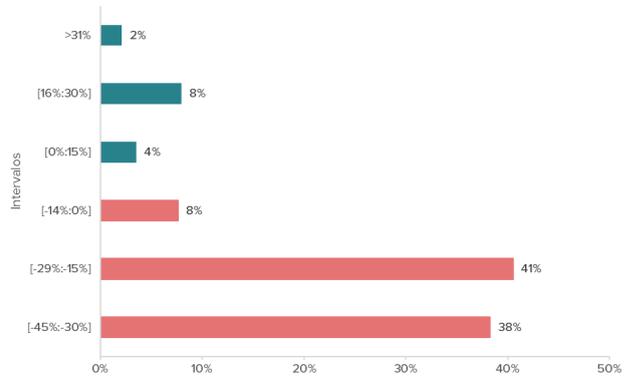
Fuente: IEB en base a ByMADATA.

S&P Merval US\$ 600



Fuente: IEB en base a ByMADATA.

S&P Merval US\$ 1000



Fuente: IEB en base a ByMADATA.

Por ello consideramos oportuno marcar este semáforo con una luz amarilla: el potencial de upside del mercado argentino es muy alto (llegó a tocar máximo de US\$2.200) pero para ello debe finalmente producirse un cambio de paradigma y un ciclo de crecimiento.

7. El clima Político - Económico

Finalmente, el clima político y económico, que es en definitiva lo que termina de definir todo. Es una lectura más cualitativa que cuantitativa; pero siempre vale la pena realizar el ejercicio. **Creemos que ya con la Ley Bases aprobada, con un buen dato de inflación de mayo, superávit y demás datos mencionados en la sección economía, podemos -al menos por el momento- otorgarle una luz verde a dicho semáforo.**

Resumiendo entonces las señales de los semáforos, llegamos a la situación actual, cuyo resumen puede verse en el cuadro siguiente:

Lectura actual	
Correlación riesgo país niveles del S&P Merval (US\$ CCL)	
Monitorear los flujos	
¿Qué hacen los controlantes?	
“Desvíos de liquidez”	
S&P Merval (AR\$) vs CCL	
Niveles de compra (puntos de entrada)	
El clima político - económico	

Estrategia y Cartera

Frente a la lectura actual los sectores que consideramos estratégicos son:

Oil & Gas

-  Sólidos drivers y fundamentals aún en el período 2018-2023
-  Enorme potencial de desarrollo y crecimiento: VM, Palermo Aike, Argerich, VM Mendoza...
-  “Follow the money” – Inversiones en VM por US\$9.000 MM 2024

Claves

- Capacidad de evacuación Oil (Oldelval II y III & Vaca Muerta Sur) y Gas (Segunda etapa gasoducto NK y reversión GN)
- Fundamental el RIGI de la Ley Bases

 Riesgos: Precio Brent, falta de financiamiento (las obras de infraestructura evacuación y GNL cuestan mucho), no RIGI...

⚡ Reguladas

- 👉 Empresas con fundamentals muy sólidos
- 👉 Sendero a normalización de tarifas. Esquemas de actualización
- 👉 Potencial de crecimiento: limitado, pero existente
- 👉 "Cash Cows" = Pago de dividendos

!! Claves

- Transporte de Gas (Segunda etapa gasoducto NK y reversión GN)
- Transporte de energía (Nueva línea de transmisión en alta tensión)
- Infraestructura vial (Obras de expansión en redes viales)
- Modernización parque térmico de generación (mucha generación aún "legacy")
- Financiación para expansión de red doméstica (distribuidoras de gas principalmente)

👉 Riesgos: La política: pisar tarifas. Falta de financiamiento (renovación del parque térmico)

🏦 Bancos

- 👉 Enorme potencial para negocio bancario tradicional
- 👉 Bajísimo apalancamiento: Potencial de crecimiento sin necesidad de incrementar capital
- 👉 Consolidación y "nacionalización" de la banca: M&A
- 👉 Valuaciones atractivas, aún después del rally 2024

!! Claves

- Monitorear ROE (que impacta en valuaciones P/BV) 35% con TP a un esquema tradicional
- Va a costar bancarizar: El futuro depende de la expansión del crédito y menor economía informal
- Destino final de las posiciones de TP: Hasta ahora potenciadores de la rentabilidad: Futuro incierto

👉 Riesgos: Transición de agencias financiadoras del SP a negocio bancario ¿Suficiente velocidad para mantener ROEs?

🏗️ Materiales

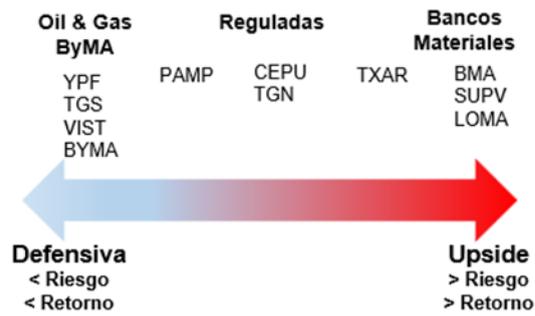
- 👉 Buena posición financiera (TXAR especialmente, LOMA un poco más complicada)
- 👉 Baja utilización de la capacidad instalada (listas para un potencial despegue sin necesidad de fuertes inversiones)
- 👉 Eventos corporativos que pueden ser muy positivos
- 👉 Valuaciones atractivas a largo plazo

!! Claves

- El nivel de actividad: V, U o L
- La evolución de las industrias que demandan sus productos: Construcción, Automotriz, Obras Infraestructura

👉 Riesgos: Contexto macro adverso, capacidad de crecimiento limitada, apertura de importaciones

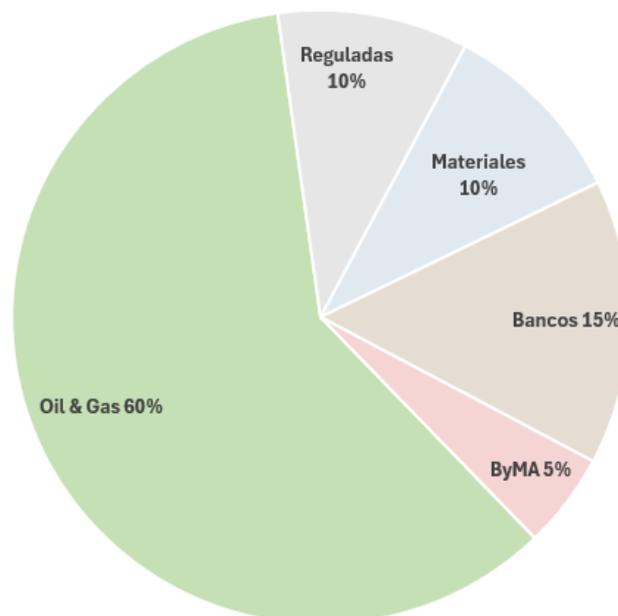
Factorizando todo lo analizado nuestra cartera pondera una fuerte base defensiva pero también apunta a capturar el upside en un escenario positivo.



Fuerte base en **Oil & Gas, 60% de la cartera**: Gran momentum, fundamentos sólidos y drivers genuinos. Con el RIGI en marcha, hay muchísimo potencial. **Reguladas** con una perspectiva de más largo plazo (aquí entra gran parte de Pampa Energía). **Materiales** nos resulta atractiva la valuación a pesar de ser un sector cíclico, pero creemos que de consolidarse una recuperación económica el potencial es interesante. Finalmente, el **sector bancario** en el que vemos muchísimo potencial por lo antes expuesto, pero con desafíos muy importantes.

Oil & Gas	Reguladas	Materiales	Bancos	Servicios Financieros
YPF	Central Puerto	Ternium Argentina	Banco Macro	ByMA
TGS	TGN	Loma Negra	Grupo Supervielle	
Vista Energy				
Pampa Energía				
60%	10%	10%	15%	5%

Alocación Sectorial



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.