

26 de julio de 2024

# Argentina Weekly

## Convicción vs. Ansiedad

- **El mercado se encuentra expuesto a dos fuerzas contrapuestas.** Por un lado, el presidente y el equipo económico tienen plena convicción que el camino correcto es eliminar el déficit fiscal y equilibrar el mercado de pesos, trabajando sobre los pasivos del BCRA. Por otro lado, algunos analistas y operadores, siguen de cerca con preocupación la evolución del otro lado de la hoja de balance: las reservas internacionales. **Estiman que más tarde o temprano, el BCRA tendrá que convalidar la brecha, dando el origen al llamado “trade brecha”.**
- El BCRA ha dejado muy en claro en el nuevo “marco monetario orientado a consolidar la estabilidad de precios” que su objetivo es fijar la cantidad de dinero al 30 de abril del corriente año, **apuntando a una situación a futuro en que el peso se convierta en la “moneda escasa” en un contexto de competencia de monedas.**
- **Evidentemente, el impacto de las medidas de la Fase 2 ya se han hecho notar en los dólares financieros, deteniendo el exceso de nerviosismo y la presión sobre los mismos.** La novedad de la esterilización de los pesos generados por la compra de dólares por el BCRA en el MULC, vendiendo la cantidad equivalente en los mercados de CCL y MEP funcionó para contener a una brecha superior al 50% que lucía incómoda para el gobierno, en su objetivo de seguir desacelerando el ritmo de la inflación.
- **En relación a los bonos hard dollar, el presidente Milei anunció este fin de semana que van a pagar “como sea” en caso de no poder refinanciar el capital de los vencimientos del año que viene y que ya tiene un Repo preparado como alternativa.** La deuda “hard dollar” acumula una caída de 8% en promedio en lo que va del mes. La preocupación del mercado sigue siendo la dinámica de las reservas.
- **Mantenemos la visión de que la brecha puede mantenerse en estos niveles en el corto plazo con la intervención del gobierno en los FX financieros.** De esta forma, vemos la brecha en niveles de 40% en una banda de +/-5%, lo que brinda una buena oportunidad para hacer carry con instrumentos en pesos. Para eso nos inclinamos por las Lecaps largas, ya despejada la posibilidad de una suba de tasas y las expectativas de inflación que esperamos continúen consolidando la tendencia a la baja.
- Una semana complicada para el equity de todas las latitudes sumándose factores locales que agregaron aún más presión a la renta variable local. **La lectura de nuestro “Semáforo del S&P Merval” -a pesar de la corrección- continúa en modo cautela. Nuestra estrategia y cartera continúa sin modificaciones:** fuerte base en **Oil & Gas** (YPFD, TGSU2, VIST y PAMP), algo de **Reguladas** (CEPU y TGNO4) y **Materiales** (TXAR y LOMA), BYMA y **Bancos** (BMA y SUPV).

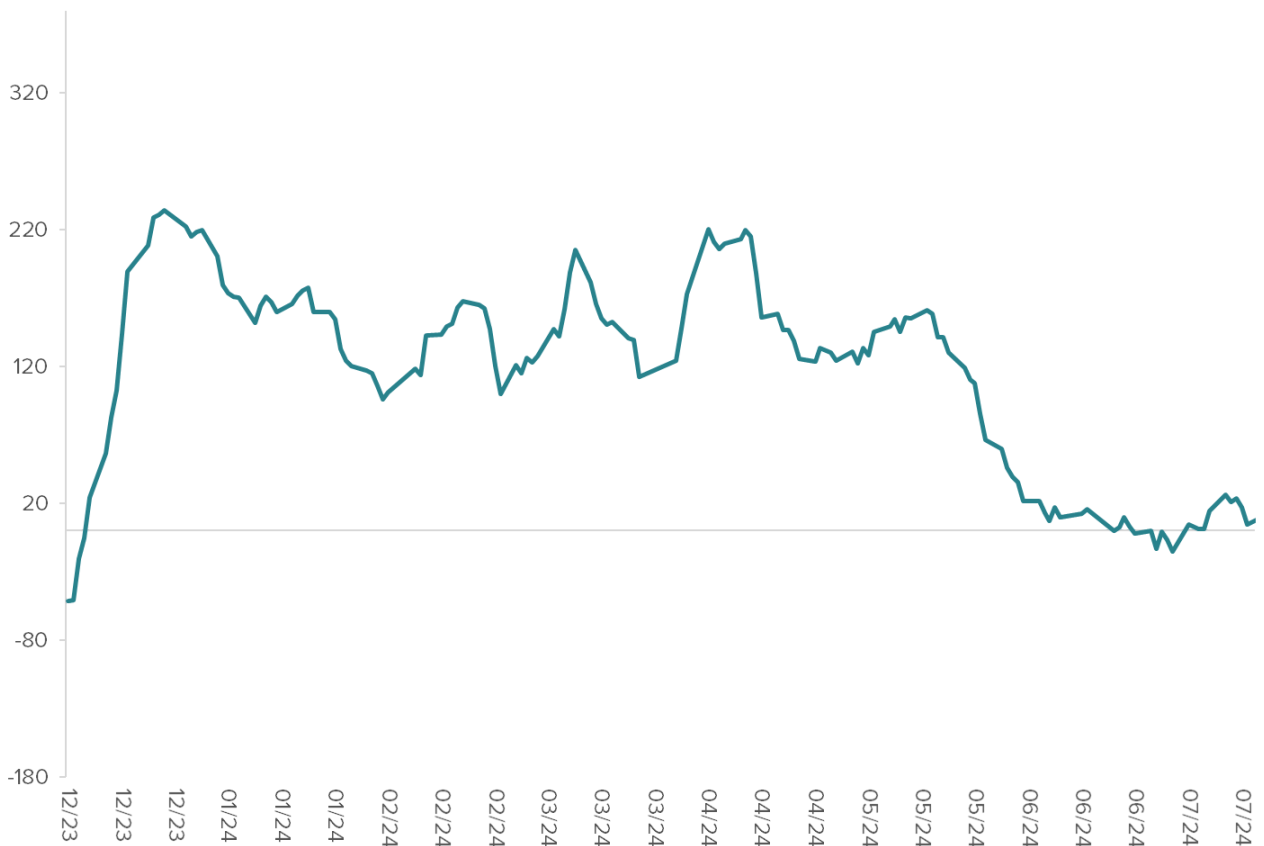
## ECONOMÍA

El mercado se encuentra expuesto a dos fuerzas contrapuestas. Por un lado, el presidente y el equipo económico tienen plena convicción que el camino es eliminar el déficit fiscal y equilibrar al mercado de pesos, trabajando sobre pasivos del BCRA. Al final del camino, y de acuerdo con el nuevo “marco monetario” presentado por la autoridad monetaria, podríamos resumir que piensa pasar de un “cepo de dólares” a un “cepo de pesos” dentro de un contexto de competencia de monedas, donde la oferta de dinero estará limitada al nivel que tenía la base monetaria amplia a fines de abril. Por otro lado, algunos analistas y operadores, siguen de cerca con preocupación la evolución del otro lado de la hoja de balance: las reservas internacionales. Estiman que más tarde o temprano, el BCRA tendrá que convalidar la brecha, dando el origen a lo que el mercado llama el “trade brecha”, dándole combustible a la demanda de instrumentos “dólar linked”.

En lo que respecta a las preocupaciones del mercado, el BCRA se encuentra en un período cuya estacionalidad le dificulta acumular reservas, presentando ruedas de ventas en el MULC.

Esta preocupación se agrava al tener en cuenta la decisión del BCRA de deshacerse de la emisión derivada de la compra de divisas, dado que para lograr dicho objetivo la autoridad monetaria deberá desprenderse de parte de los dólares que adquiera en el mercado de cambios. De esta forma, el BCRA continuará acumulando reservas mientras exista brecha entre el tipo de cambio al cual adquiere los dólares y al cual los vende, aunque a un ritmo sustancialmente menor.

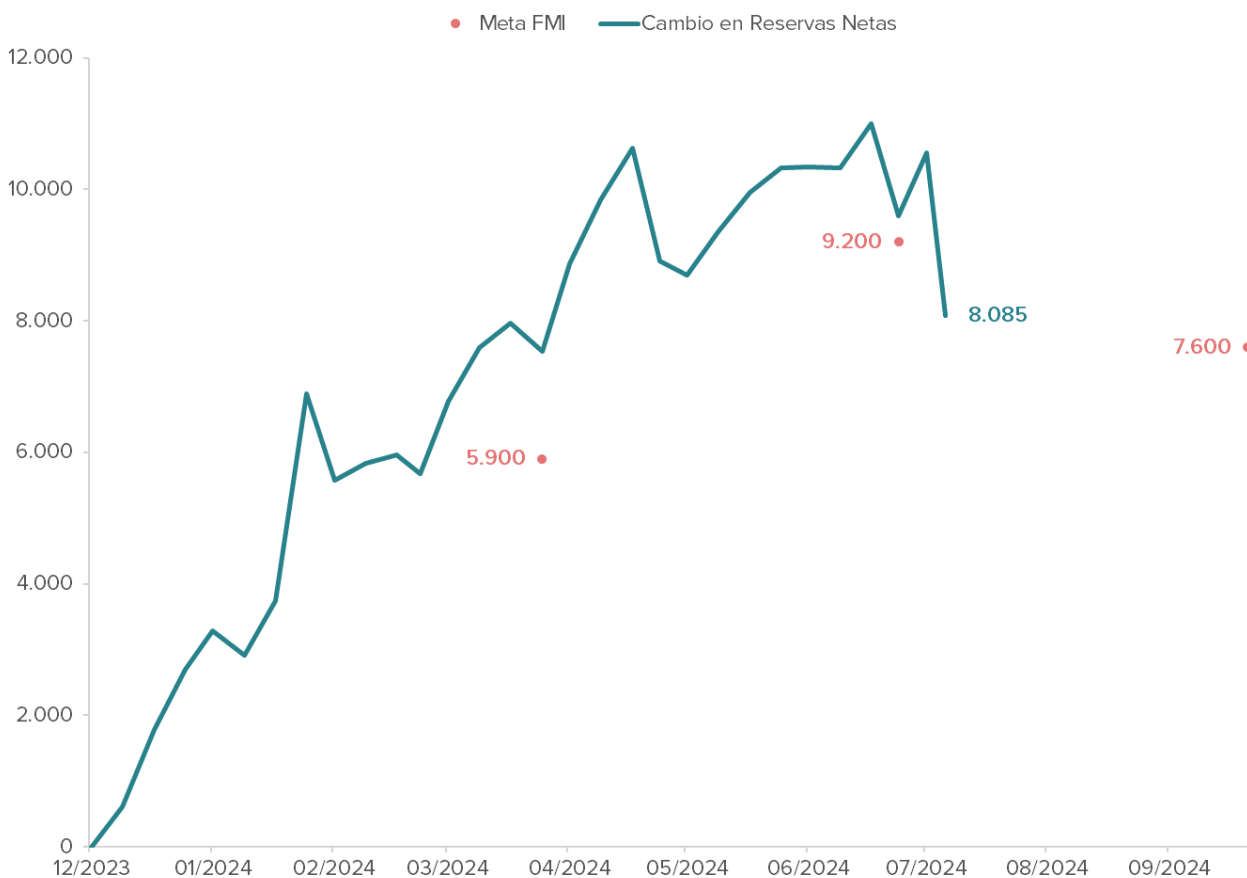
Compras del BCRA en el MULC (promedio 10 días móviles)



Fuente: IEB en base a BCRA

Adicionalmente, sumándose al menor ritmo de acumulación de reservas, **el BCRA aseguró que no sólo se desprenderá de los dólares acumulados de aquí en adelante, sino también del stock acumulado a partir del 30/04 apuntando a deshacerse de la emisión monetaria desde aquel entonces.** Ese stock acumulado también se vio afectado por la compra por parte del Tesoro de los dólares destinados al pago de Bonares y Globales. Así, lentamente, la acumulación de reservas netas viene acercándose a la meta acordada con el FMI de USD 7.600 MM para fines de septiembre, fecha en la cual vence el actual acuerdo, agregando también la incertidumbre con respecto a la firma de un nuevo acuerdo con el organismo internacional.

Acumulación de Reservas y Metas (USD MM)

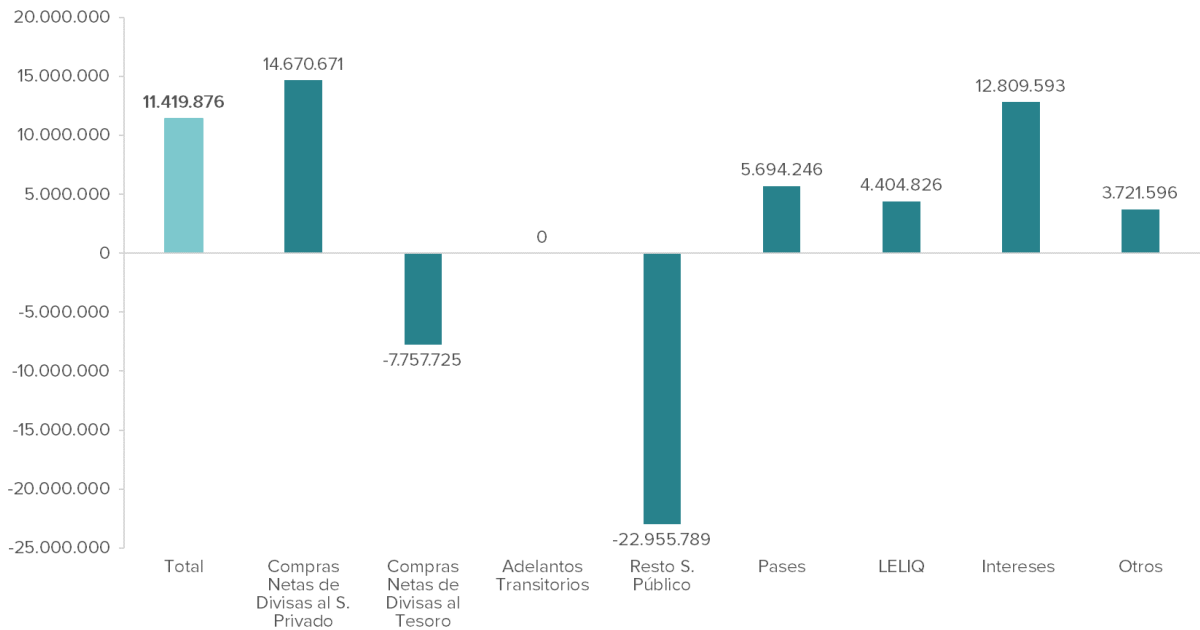


Fuente: IEB en base a BCRA y FMI

**Más allá de estas preocupaciones en cuanto al activo del BCRA, la autoridad monetaria viene desarrollando una política monetaria inédita para equilibrar al mercado de dinero (pesos), luego del impresionante “overhang” monetario, provocado por la administración anterior.** Ya hemos comentado en detalle en reportes previos el trabajo monetario realizado en las Fases 1 y 2 del programa económico, eliminando el déficit fiscal y, en consecuencia, la monetización del mismo, y cortando con las distintas “canillas” de emisión monetaria (pasivos remunerados, PUTs, BIDs, compra de divisas). Aunque aún queda un pequeño remanente de pasivos contingentes, prácticamente la totalidad de las fuentes de expansión de la Base Monetaria fueron cerradas.

En esta línea, el BCRA ha dejado muy en claro en el nuevo “marco monetario orientado a consolidar la estabilidad de precios” que su objetivo es fijar la cantidad de dinero al 30 de abril del corriente año, **apuntando a una situación a futuro en que el peso se convierta en la “moneda escasa” en un contexto de competencia de monedas.**

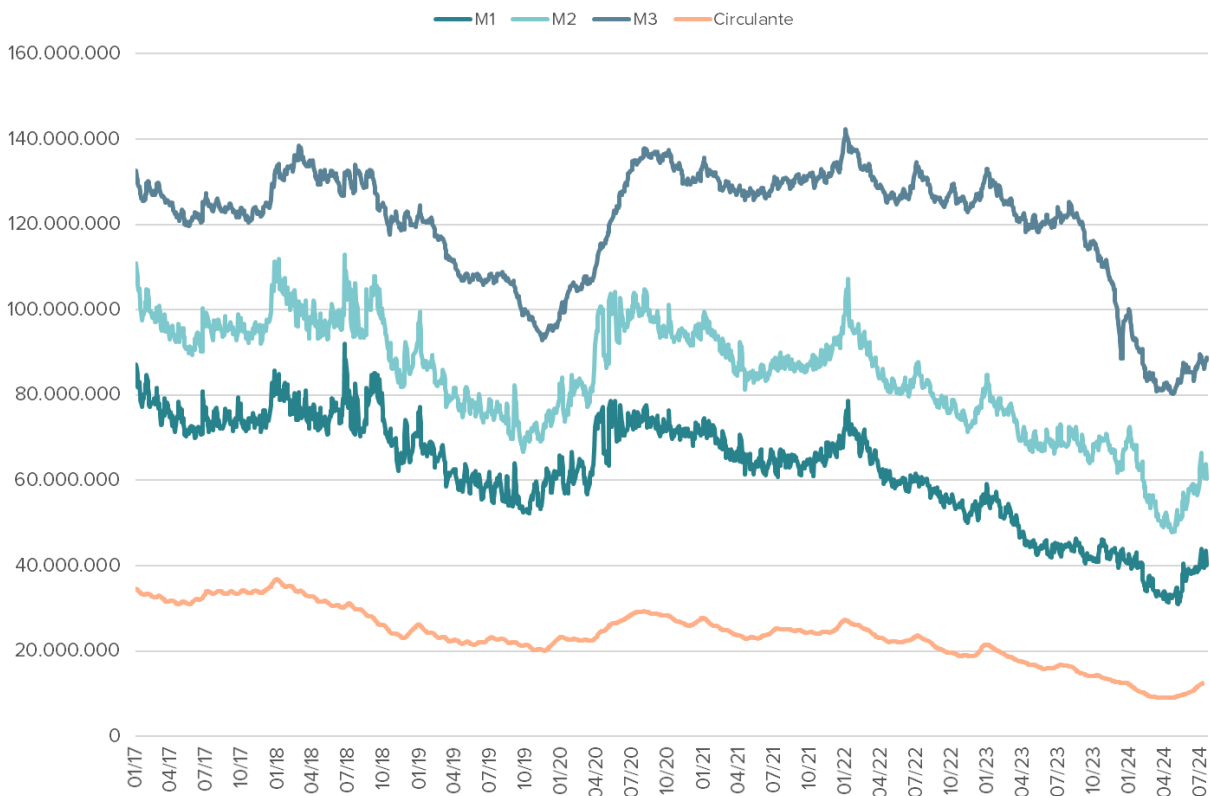
Factores de Explicación de la Base Monetaria (\$ MM)



Fuente: IEB en base a BCRA

Este objetivo de tener al peso como “moneda escasa” nos da la idea de que en caso de un rebote del nivel de actividad, además de una recomposición de la oferta monetaria a través del desarme de LEFIs y LECAPs, existiría la posibilidad de una remonetización con dólares “bajo el colchón”, dado que se daría en un contexto de competencia de monedas, agregando también el posible impacto del blanqueo.

Agregados Monetarios ajustados por inflación (ARS MM)



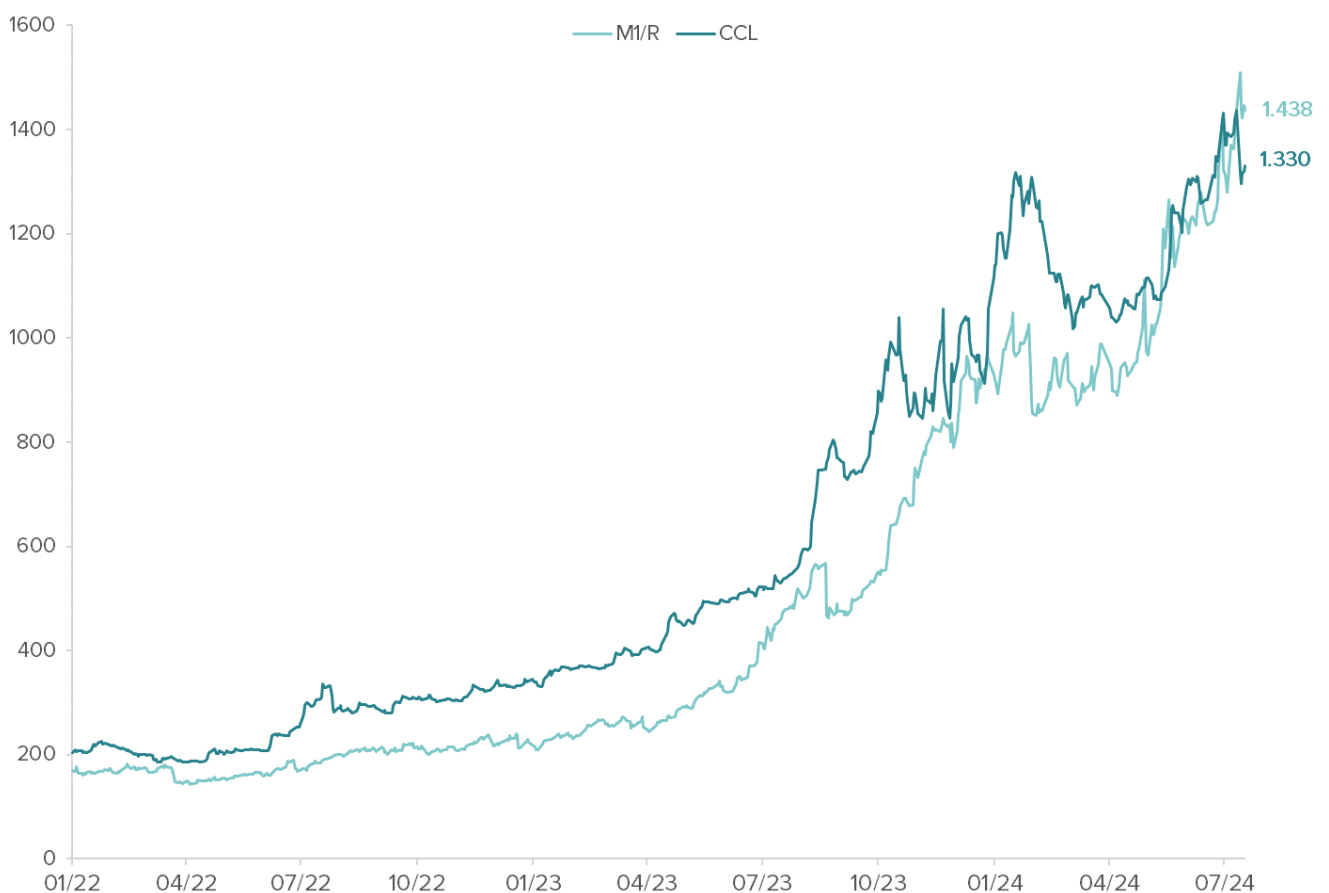
Fuente: IEB en base a BCRA

El BCRA se viene anticipando a esta posible remonetización de la economía, registrando un aumento en la demanda real de dinero en el segundo semestre de este año, desde los mínimos registrados a fines del primer semestre, y anticipando también un crecimiento importante del crédito privado en pesos.

A su vez, el impacto sobre la inflación de estas medidas será clave en el corto plazo. Por un lado, para continuar con el “delivery” de resultados en materia de desinflación, y por el otro para desacelerar el ritmo de apreciación del tipo de cambio real. Este segundo punto cobra aún más relevancia teniendo en cuenta el anuncio de la reducción del impuesto PAIS en septiembre, y su eliminación a fin de año, lo cual implica una apreciación adicional.

**Evidentemente, el impacto de las medidas de la Fase 2 ya se ha hecho notar en los dólares financieros, deteniendo el exceso de nerviosismo y la presión sobre los mismos, producto de la escasez de reservas: la noticia de la esterilización de los pesos generados por la compra de dólares por el BCRA en el MULC, por el equivalente en los mercados de CCL y MEP funcionó como catalizador para contener a una brecha superior al 50% que lucía incómoda para el gobierno, para continuar con su objetivo de desaceleración de la inflación. De todas formas, resta saber cómo continuará la película: si el gobierno logrará contener con un “cepo de pesos” a los dólares financieros atacando la brecha desde arriba, y no desde abajo con un salto devaluatorio o una aceleración del “crawling”, o si se verá obligado a responder a las necesidades de dólares con un tipo de cambio más elevado. En este sentido, consideramos fundamental monitorear la demanda de pesos.**

M1/Reservas Internacionales



Fuente: IEB en base a BCRA

## DEUDA EN PESOS

Los bonos CER siguieron corrigiendo esta semana de la mano de datos de alta frecuencia que siguen mostrando una fuerte desaceleración en los precios, sumado a los dichos de Caputo que afirmó que habría inflación cero o deflación antes de fin de año. Si bien a estos niveles luce tentador el tramo medio y largo, los flujos siguen jugando en contra. Las lecaps si bien no tuvieron demasiado movimientos, el tramo largo no tracciona tanto en lo que va de la semana y las TEMs se alinearon con la tasa mínima ofrecida en la licitación. Por su parte, los dolar linked mas cortos siguieron retrocediendo y el TV25 ya opera con una TIR de DL-11,8%.

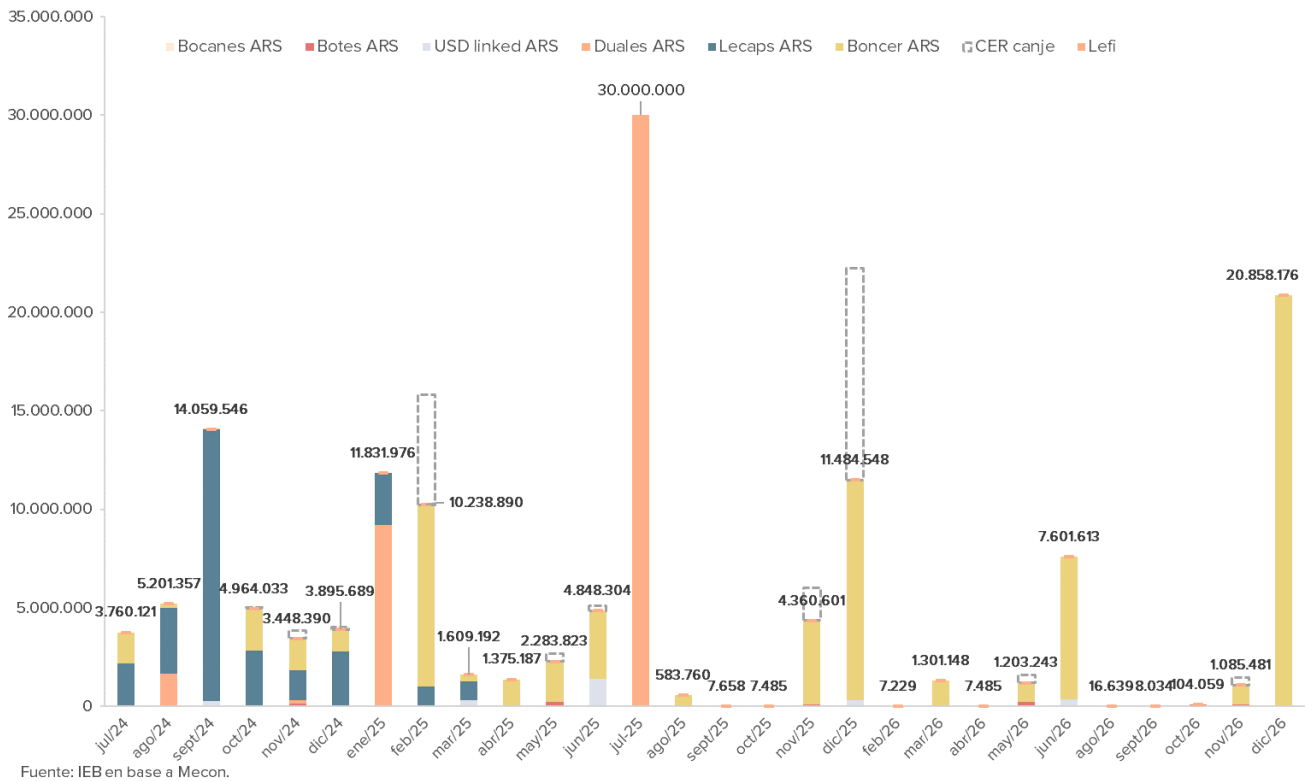
El Tesoro llevó a cabo esta semana una nueva licitación en la que colocó **\$4,43 B**. Vencían **\$3,76 B** correspondientes al T2X4 y S26L4. Los **\$0,67 B** de financiamiento neto se depositaron en la cuenta del tesoro en el BCRA. Las tasas de las lecaps se alinearon bastante a lo que se venía viendo en el secundario con lo cual no hubo letra con un premio destacable. Las lecaps explican alrededor del 85% del total adjudicado. La demanda por instrumentos CER y DL fue muy acotada en línea con lo que se venía observando en el secundario. El resultado de la licitación fue el siguiente:

| Resultado Licitación del Tesoro 24/7/24 (En ARS MM) |             |                     |                     |                           |                         |                        |                     |
|---|-------------|---------------------|---------------------|---------------------------|-------------------------|------------------------|---------------------|
| Instrumento   | Vencimiento | VNO Ofertado        | VNO Adjudicado      | Valor Efectivo adjudicado | Tasa de corte (TEM/TNA) | % del total adjudicado | Factor de Prorrateo |
| S29N4 (Reapertura)                                  | 29/11/2024  | \$ 2.012.364        | \$ 1.871.375        | \$ 2.133.368              | 4,21%                   | 47,72%                 | 92,99%              |
| S31M5 (Reapertura)                                  | 31/03/2025  | \$ 1.474.058        | \$ 1.466.650        | \$ 1.592.782              | 4,50%                   | 37,40%                 | 99,50%              |
| TZXD5 (Reapertura)                                  | 15/12/2025  | \$ 243.995          | \$ 225.820          | \$ 314.454                | 8,31% TNA               | 5,76%                  | 92,55%              |
| TZXD6 (Reapertura)                                  | 15/12/2026  | \$ 22.894           | \$ 17.924           | \$ 22.764                 | 9,34% TNA               | 0,46%                  | 78,29%              |
| TZX27 (Reapertura)                                  | 30/06/2027  | \$ 18.264           | \$ 15.964           | \$ 26.702                 | 10,41% TNA              | 0,41%                  | 87,41%              |
| TZXD7 (Reapertura)                                  | 15/12/2027  | \$ 6.387            | Desierta            | Desierta                  | -                       | -                      | -                   |
| TZX28 (Reapertura)                                  | 30/06/2028  | \$ 6.232            | Desierta            | Desierta                  | -                       | -                      | -                   |
| TZV25 (Reapertura)                                  | 30/06/2025  | \$ 237.397          | \$ 219.778          | \$ 216.163                | (6,31% TNA)             | 5,60%                  | 92,58%              |
| TZVD5 (Reapertura)                                  | 15/12/2025  | \$ 65.841           | \$ 42.657           | \$ 42.361                 | (4,39% TNA)             | 1,09%                  | 64,79%              |
| TZV26 (Reapertura)                                  | 30/06/2026  | \$ 71.405           | \$ 61.204           | \$ 56.480                 | 0,00%                   | 1,56%                  | 85,71%              |
| TZV27 (Reapertura)                                  | 30/06/2027  | Desierta            | Desierta            | Desierta                  | -                       | -                      | -                   |
| <b>Total</b>  |             | <b>\$ 4.158.837</b> | <b>\$ 3.921.372</b> | <b>\$ 4.405.074</b>       |                         |                        |                     |

Fuente: IEB en base a Mecon

Las LEFI debutaron sin cambios en la tasa de política monetaria como era de esperarse. Si hubo mejoras en rendimiento efectivo recibido por los bancos por el beneficio impositivo de las Lefis en relación a los pases de no pagar IBB (320 pbs TNA). Esto nos muestra que el gobierno confía en que puede mantener la brecha con el nuevo mecanismo de vender divisas sin necesidad de incentivar estar en pesos con una suba de tasas. Se colocaron \$20 BB de los cuales \$10,85 BB están en posesión de los bancos comerciales. Si la tasa de 40% TNA se mantiene esperaríamos alrededor de \$30 BB de vencimientos para julio de 2025. Esta mejora en la tasa efectiva que reciben los bancos se reflejó en la tasa badlar, que tocó 40% TNA el miércoles, como también en las cuentas remuneradas y cauciones que aumentaron las tasas ofrecidas.

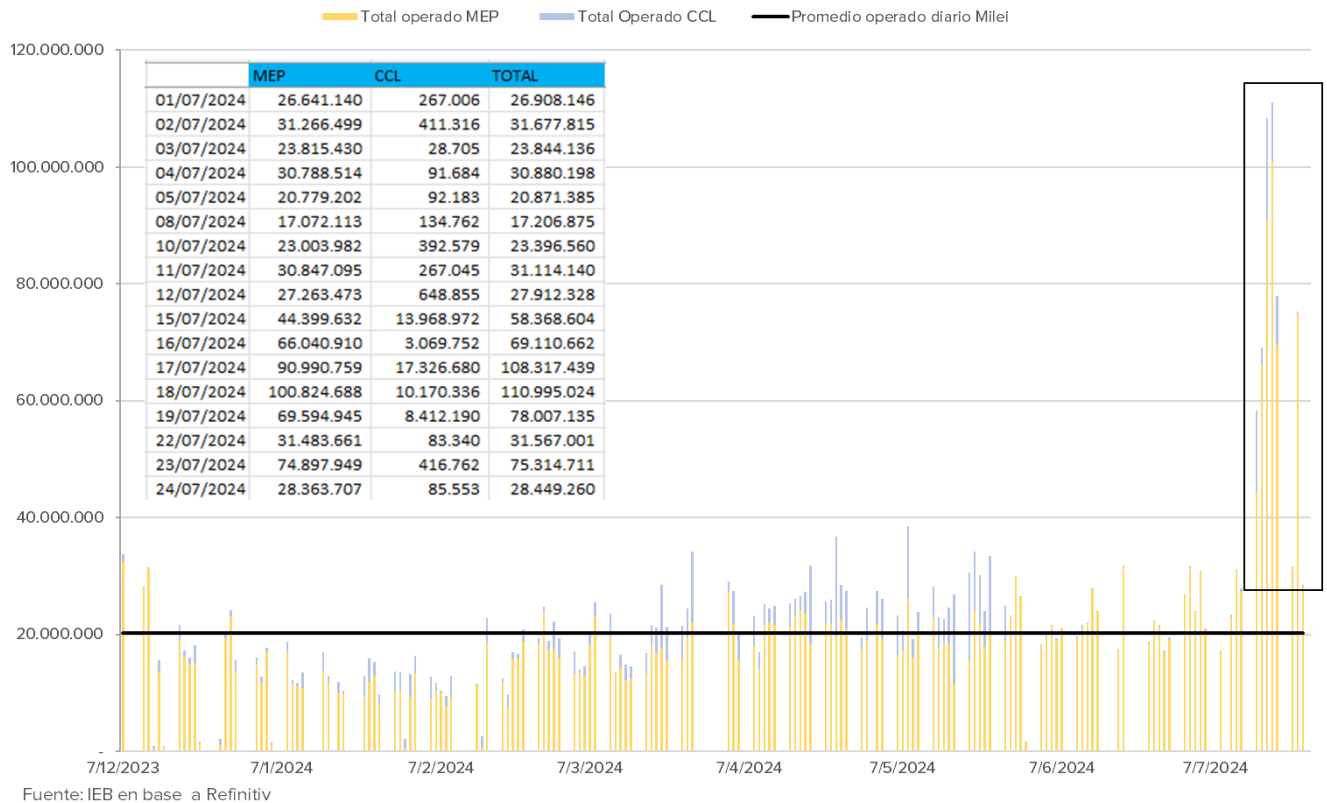
## Perfil de Vencimientos de Deuda del Tesoro Nacional (\$ MM)



**Mantenemos la visión de que la brecha puede mantenerse en estos niveles en el corto plazo con la intervención del gobierno en los FX financieros.** Esta semana el gobierno confirmó que esterilizara \$2,4 BB de pesos a través de la venta de CCL/MEP, lo que implica volcar alrededor de USD 1.800 MM al precio actual. Ya la semana pasada estimamos que la intervención oficial rondó los USD 150 MM. La suba que se vio en las tasas de cuentas remuneradas y badlar con el pasaje de pases a Lefis también ayudaría a contener la brecha. **De esta forma vemos la brecha en niveles de 40% en una banda de +/-5%, lo que brinda una buena oportunidad para hacer carry con instrumentos en pesos.**

**Para eso nos inclinamos por las lecaps largas, ya despejada la posibilidad de una suba de tasas y las expectativas de inflación que esperamos continúen consolidando la tendencia a la baja.** (PriceStats midió 2,6% intermensual en un relevamiento online que no incluye regulados). Específicamente nos inclinamos por la lecap marzo que corrigió en el secundario y se alineó con el rendimiento de la tasa mínima de la licitación de Mecon operando en 4,5% TEM. La inflación breakeven contra la curva CER se ubica en 3,9% para los últimos meses del año lo que también nos hace inclinarnos por las lecaps.

Volumen operado en MEP y CCL de AL30 y GD30 en T+1 (desde 7/12/23)



**Los bonos CER si bien están en rendimientos alineados a los históricos, la baja de inflación y la especulación de la salida del cepo como también el rescate de los puts puede generar que la curva continúe desplazándose hacia arriba.** De hecho fueron muy poco demandados en la última licitación y los fondos CER siguen sufriendo rescates (\$157.000 MM en el último mes). Mientras los flujos sigan esta tendencia puede esperarse que se extienda la corrección. De todas formas para quienes busquen tomar cobertura frente a la inflación un TX26 en CER+8% lo vemos como una buena opción.

Para quienes deseen tomar **cobertura cambiaria** nos sigue gustando el armado de sintéticos DL con lecaps a enero y marzo 2025 frente a los bonos soberanos DL. Estos últimos si bien tuvieron una fuerte corrección siguen operando con TIRs bastante más negativas. Los sintéticos por el contrario están rindiendo en torno a DL-3% y permitirían capturar casi la totalidad de un potencial salto discreto. Otra alternativa es el **fondo IEB renta fija DL** que invierte principalmente en ONs DL y sintéticos DL **rindiendo actualmente DL+2,6% y tiene una duration de 0,81.**

## DEUDA EN DÓLARES

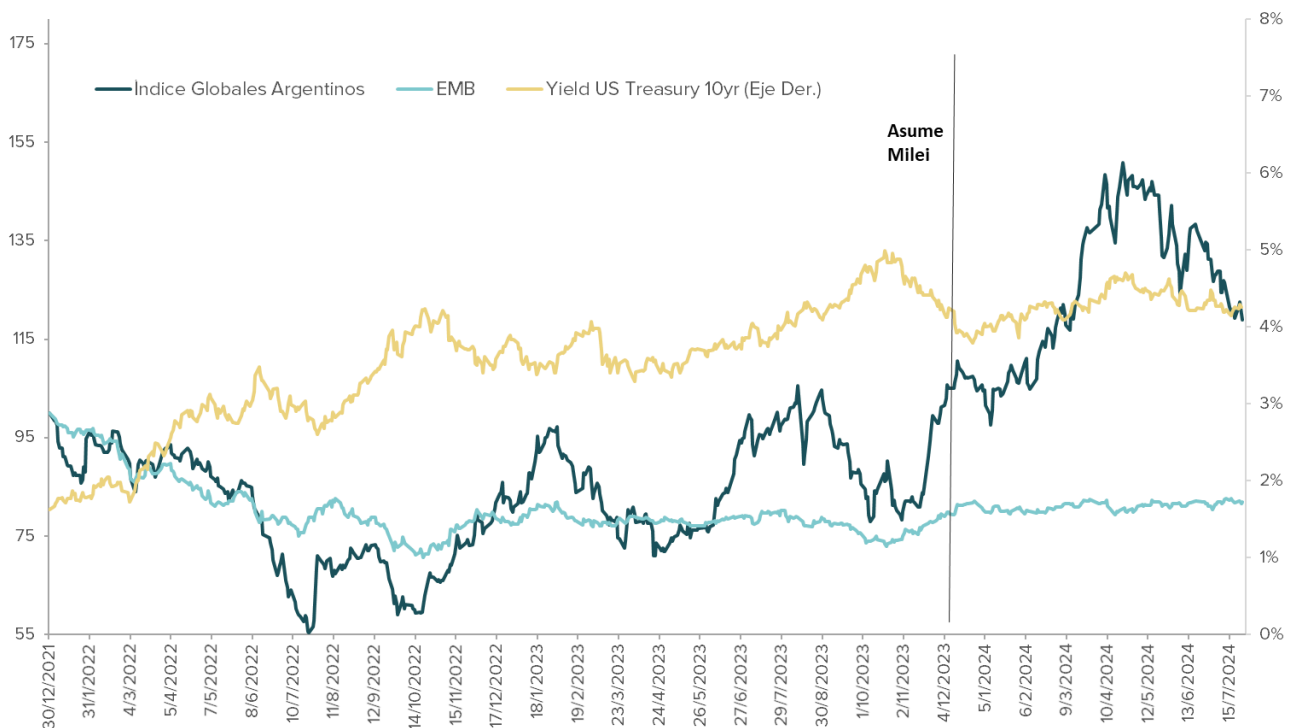
**El presidente Milei anunció este fin de semana que van a pagar “como sea” en caso de no poder refinanciar el capital de los vencimientos del año que viene y que ya tiene un Repo preparado como alternativa.** El Repo es un instrumento de financiamiento a corto plazo en el cual una parte accede a venderle y recomprarle un activo (que podría ser el oro del central) a la otra parte. Esto le permitiría hacerse de liquidez en dólares para honrar los vencimientos dado que las reservas son muy bajas. **Los bonos rebotaron el lunes con este anuncio y avanzaron**



**2,8% en promedio aunque luego el clima internacional adverso produjo que borrarán buena parte de la suba.** La tasa del tesoro americano a 10 años subió casi 5 pbs, aunque ayer volvió a caer algo. Esto afectó a todo el segmento emergente de lo cual la deuda local no fue la excepción.

**La deuda hard dollar acumula una caída de 8% en promedio en lo que va del mes. La preocupación del mercado sigue siendo la dinámica de las reservas.** En este sentido, el hecho de que el central salga a intervenir en los dólares financieros va en contra de la acumulación de reservas. Hasta final de año vencen USD 1.000 MM aproximadamente correspondientes a bopreales, y existen otros USD 2.000 MM entre provinciales y corporativos, que si bien pueden ser rolleados parcialmente genera inquietud en el mercado. En este sentido sería muy positivo que el blanqueo pueda aportar USD 2.000 MM como estima el gobierno o algún organismo internacional de crédito (BM, CAF, etc) pueda aportar dólares frescos.

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



Fuente: IEB en base LSEG.

**El gobierno necesita reducir el riesgo país lo más rápido posible antes de final de año y llevarlo desde los niveles actuales de 1.600 pbs a niveles de 800 pbs para poder volver a los mercados internacionales y refinanciar los vencimientos del año que viene.**

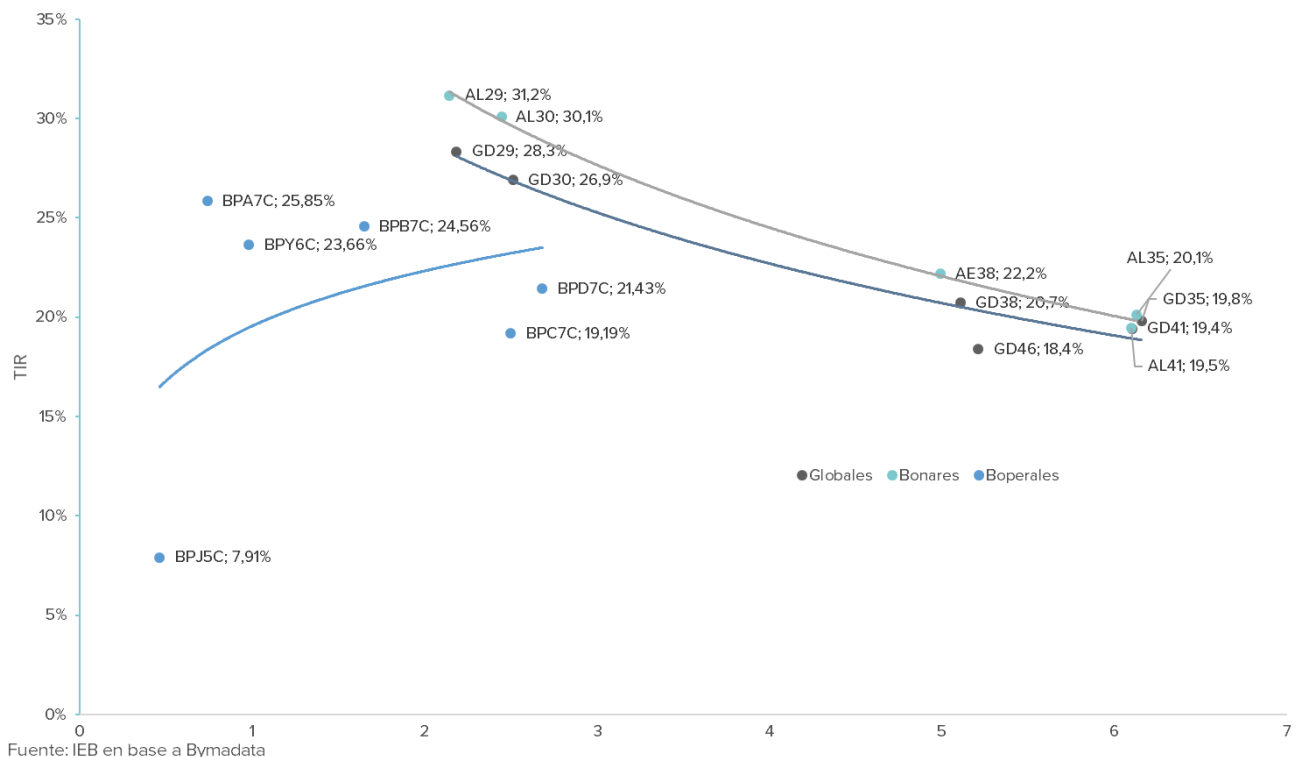
**El levantamiento del cepo por otra parte, también jugaría a favor de la acumulación de reservas.** Eliminaría la liquidación del 20% de las exportaciones por el CCL como también la intervención oficial. A la vez que si se ajusta en alguna medida el tipo de cambio oficial permitirá que el sector exportador ganase algo más de competitividad. En este sentido el descenso de la inflación de manera más abrupta a las expectativas que se tenían hace que el tipo de cambio real no se atrase y se está más cerca de la convergencia al crawling que fue uno de los requisitos previos que explícito el gobierno para levantar el cepo.

**La semana pasada se presume que hubo intervención oficial en los dólares financieros y el central vendió USD 104 MM en el MULC.** Mientras que esta semana los niveles operados de AL30 y GD30 contra MEP y CCL en T+1 volvieron a niveles cercanos al promedio de este año (USD 20 MM) por lo que si el BCRA vendió dólares lo hizo probablemente en menor medida. Esta semana la autoridad monetaria lleva comprados USD 58 MM.

**Seguimos prefiriendo tener una baja exposición a la deuda hard dollar mientras continúe esta tendencia negativa. Preferimos aumentar la exposición a riesgo privado con ONs,** especialmente aquellas que pagan CCL dado que el canje se ubica en 0%. Nos gusta TLC10 que es a 2026 y opera con una TIR de 8,2%. Por otra parte, para perfiles más conservadores puede existir una posibilidad de rotar desde AL30/GD30 hacia bopreal serie 1A que comprimieron el diferencial de rendimientos si se valúa este último contra el put AFIP. El strip 1A al poder ser usado para el pago de impuestos a partir de abril del año que viene y aceptado al valor más alto entre MEP y el oficial, no debería estar tan afectado por la dinámica de las reservas, resultando un instrumento más defensivo (actualmente rinde en torno a 25% contra cable).

**Con respecto a la curva de soberanos vemos valor en GD41 y GD35 dado la baja paridad,** lo que los vuelve defensivos en escenarios adversos y si la curva comprime a niveles de créditos emergentes (TIR de 12%) presentan un upside potencial superior (entre 70% y 80% directo) a los títulos más cortos.

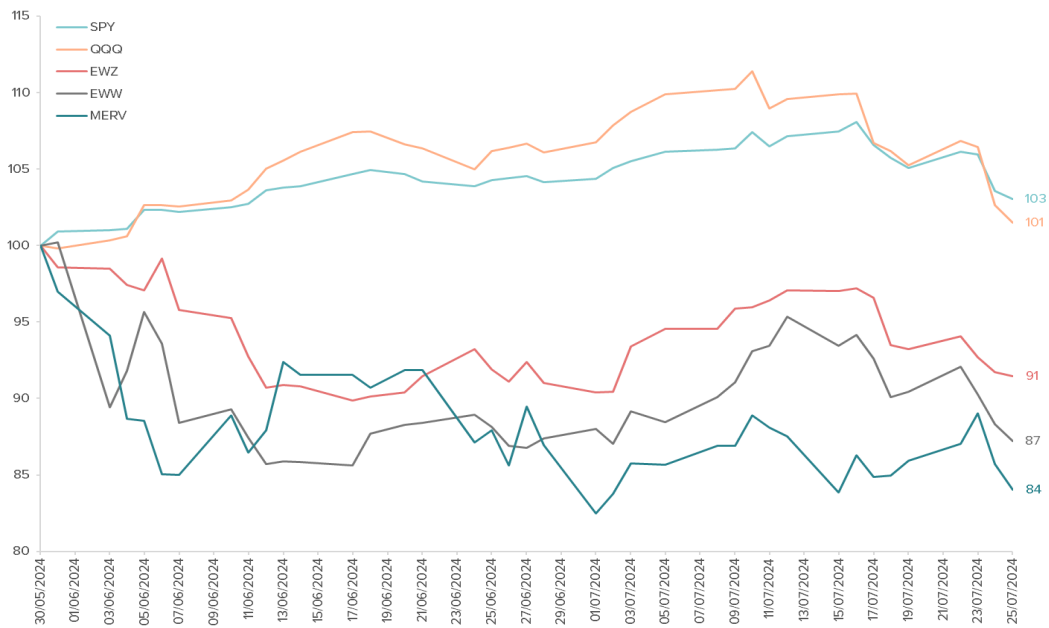
Curva de Bonos Soberanos HD y Bopreales



## EQUITY ARGENTINO

Una semana complicada para el equity de todas las latitudes, un mercado que ya venía con cierta pérdida de fuerza encontró en algunos malos resultados de la temporada de balances de EE.UU. el catalizador que desencadenó fuertes correcciones. En Argentina se sumaron, además, factores locales que agregaron aún más presión a la renta variable.

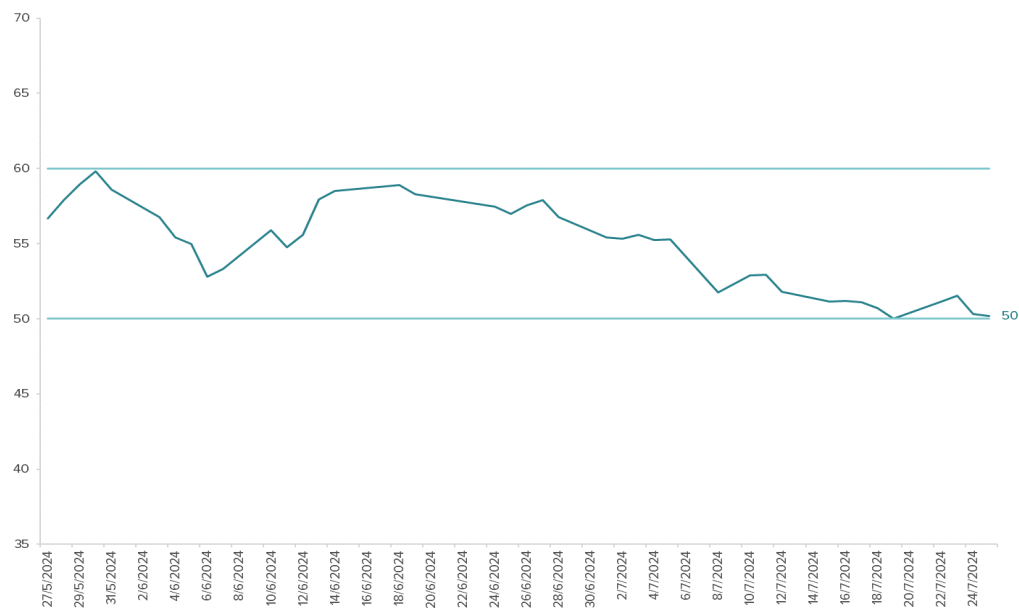
Equities vs. S&P Merval USD CCL (base 100 = 30/05/2024)



Fuente: IEB en base a LSEG.

Ya centrándonos específicamente en el mercado de equity argentino es difícil aseverar con certeza que el proceso de corrección que se inició el 30 de mayo haya concluido. Principalmente porque aún vemos a los agentes económicos con ciertas dudas con respecto a la deuda soberana, lo cual se traduce en una lateralización de la misma.

GD30D



Fuente: IEB en base a LSEG.

Como hemos mencionado en numerosas oportunidades, el equity argentino opera con un beta muchísimo mayor al de la deuda soberana: obviamente por tratarse de renta variable, pero también porque creemos que ha descontado expectativas positivas tal vez en forma un poco apresurada.

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



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMADData.

Desvío S&P Merval contra Correlación histórico



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMADData.

En la lectura de la correlación entre los niveles de riesgo país asociados y el S&P Merval (US\$ CCL) observamos que a pesar de la corrección más significativa que tuvo el mercado de equity, el desvío contra la línea de tendencia continúa siendo elevado, ubicándose en 65%.

La semana que viene comienza ya la temporada de balances con la presentación de resultados de Ternium Argentina (TXAR) y MercadoLibre (MELI):

| Calendario de presentación de Resultados |              |                 |              |               | IEB |
|--|--------------|-----------------|--------------|---------------|-----|
| A definir                                | Martes 30/07 | Miércoles 31/07 | Jueves 01/08 | Viernes 02/08 |     |
|  |              |                 |              |               |     |
| Lunes 05/08                              | Martes 06/08 | Miércoles 07/08 | Jueves 08/08 | Viernes 09/08 |     |
|  |              |                 |              |               |     |
| Lunes 12/08                              | Martes 13/08 | Miércoles 14/08 | Jueves 15/08 | Viernes 16/08 |     |
|  |              |                 |              |               |     |
| Lunes 19/08                              | Martes 20/08 | Miércoles 21/08 | Jueves 22/08 | Viernes 23/08 |     |
|  |              |                 |              |               |     |

Fechas tentativas que pueden sufrir modificaciones. Calendario que iremos actualizando a medida que surja más información.

## Breve repaso del “Semáforo del S&P Merval”

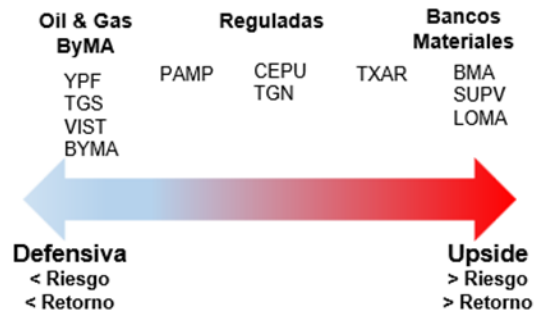
El “Semáforo del S&P Merval”, que presentamos en este [semanal](#), no ha tenido variación en su medición con respecto a la semana anterior y **nos sigue llamando a cautela con el mercado de renta variable**. Aún después de la fuerte corrección que ha tenido el índice el punto a mirar será lo que ocurra con la deuda soberana y con las expectativas que imperan en el contexto internacional; que continúan en un tono negativo.

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

Lectura actual: Cautela

## Estrategia y Cartera

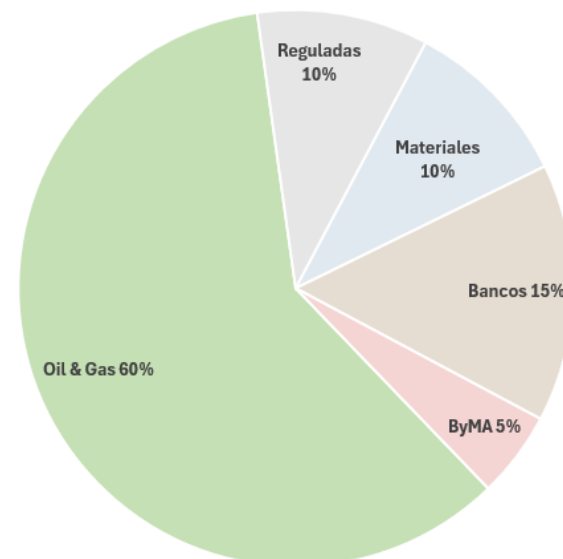
Nuestra estrategia en base a la lectura actual continúa siendo la misma y coherente con la cautela a la que apunta el semáforo, más aún en este contexto de pesimismo frente al equity como “asset class” a nivel global: buscamos upside con defensividad y eso, creemos, lo encontramos en el sector Oil & Gas.



Incremento en el porcentaje de Oil & Gas, mantenemos reguladas, materiales y BYMA y reducimos lo alocado a bancos.

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

#### **NORBERTO SOSA**

*Director*

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

#### **LUCAS DECOUD**

*Analista - Renta Fija*

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

#### **FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista - Macro*

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

#### **PEDRO AFFLITTO**

*Analista - Renta Fija*

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

#### **IGNACIO SNIECHOWSKI**

*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)

## 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.