

22 de noviembre de 2024

# Argentina Weekly

## Se consolidan los superávits gemelos

- **La semana trajo consigo la confirmación de que el gobierno logró conseguir superávits gemelos en octubre, consolidando así diez meses con dicho logro.** De esta forma, el gobierno se ahorra la necesidad de solicitarle al BCRA que financie su déficit con emisión monetaria, y se asegura el ingreso de dólares mediante el comercio exterior.
- **El resultado fiscal correspondiente a octubre publicado al fin de la semana pasada sorprendió positivamente dada la magnitud del mismo:** superávit primario de \$746.921 MM y superávit financiero de \$523.398, siendo el segundo registro más elevado del año y acumulando en el año 1,8% del PIB en superávit primario y 0,5% en superávit financiero.
- El último informe de Intercambio Comercial Argentino publicado por el Indec presentó un **saldo comercial superavitario en USD 888 MM**, acumulando entonces USD 15.955 MM en el año.
- **La deuda HD suma otra buena semana, el riesgo país recorta otros 35 pbs y se ubica en 734 pbs. De esta forma toca mínimos de marzo de 2019. Esta semana los bonos avanzan otro 0,75% en promedio acompañando la buena dinámica de los créditos emergentes que suben 0,6%.** Recordemos que en los últimos dos meses la deuda local se muestra ajena a la dinámica de los bonos emergentes que vienen teniendo un mal desempeño debido a los buenos fundamentals en el plano local.
- **La curva de lecaps** continuó con la leve corrección que inició la semana pasada de la mano de datos de alta frecuencia que si bien muestran mediciones con una gran dispersión, para lo que va de noviembre algunas evidencian una aceleración en los precios. De todas formas la curva sigue significativamente invertida con los boncaps en 2,5% TEM priceando una fuerte desaceleración de la inflación hacia adelante. **Respecto a los bonos CER** operaron mixtos sin grandes cambios con los títulos de 2026 en adelante encontrando resistencia en niveles de CER+8%.
- **El rally continúa para las acciones argentinas, con el índice S&P Merval alcanzando nuevos máximos por encima de los US\$1.960, acumulando un incremento de más del 170% en dólares desde la victoria de Javier Milei.** Creemos que los fundamentos para que el índice se encamine a los máximos registrados durante la administración Macri están dados.
- La cartera mantiene un buen desempeño. **Quitar BYMA e incrementar la exposición a reguladas ha mostrado ser una decisión acertada. Mientras que el sector Oil & Gas continúa mostrando un incremento considerable tras sólidos resultados trimestrales, motivos que nos llevan a mantener la cartera sin modificaciones.**

## ECONOMÍA

**La semana trajo consigo la confirmación de que el gobierno logró conseguir superávits gemelos en octubre, consolidando así diez meses con dicho logro.** De esta forma, el gobierno se ahorra la necesidad de solicitarle al BCRA que financie su déficit con emisión monetaria y se asegura el ingreso de dólares mediante el comercio exterior, añadiendo además que lo ha logrado sin necesidad de defaultear la deuda, diferenciándose de los primeros años del gobierno de Néstor Kirchner.

Por el lado de las cuentas fiscales, a esta altura no quedan dudas con respecto al compromiso del gobierno con el equilibrio fiscal, registrando superávit financiero en nueve de los diez meses del año (siendo el único déficit resultado del pago de intereses de Bonares y Globales en julio), y dejando claro que hará todo lo posible para que no se gaste más de lo que ingresa. Más allá de esto, **el resultado fiscal correspondiente a octubre publicado al fin de la semana pasada sorprendió positivamente dada la magnitud del mismo:** superávit primario de \$746.921 MM y superávit financiero de \$523.398, siendo el segundo registro más elevado del año y acumulando en el año 1,8% del PIB en superávit primario y 0,5% en superávit financiero.

En detalle, el superávit de octubre llegó de la mano de una caída del 8,6% interanual real en los ingresos, la cual fue compensada en su totalidad con una contracción del 23,2% interanual real en el gasto primario. Particularmente, las partidas más ajustadas del gasto resultaron ser las transferencias a provincias (-50,7% i.a.), los gastos de funcionamiento (-22,7% i.a.) y los subsidios (-14,5% i.a.), además de los gastos de capital (-70,6% i.a.) producto del freno a la obra pública. Resulta llamativo también, dentro del gasto social, la variación en las asignaciones, las cuales vieron un incremento del 83,4% interanual, así como las transferencias a universidades, con una variación positiva del 74,3%.

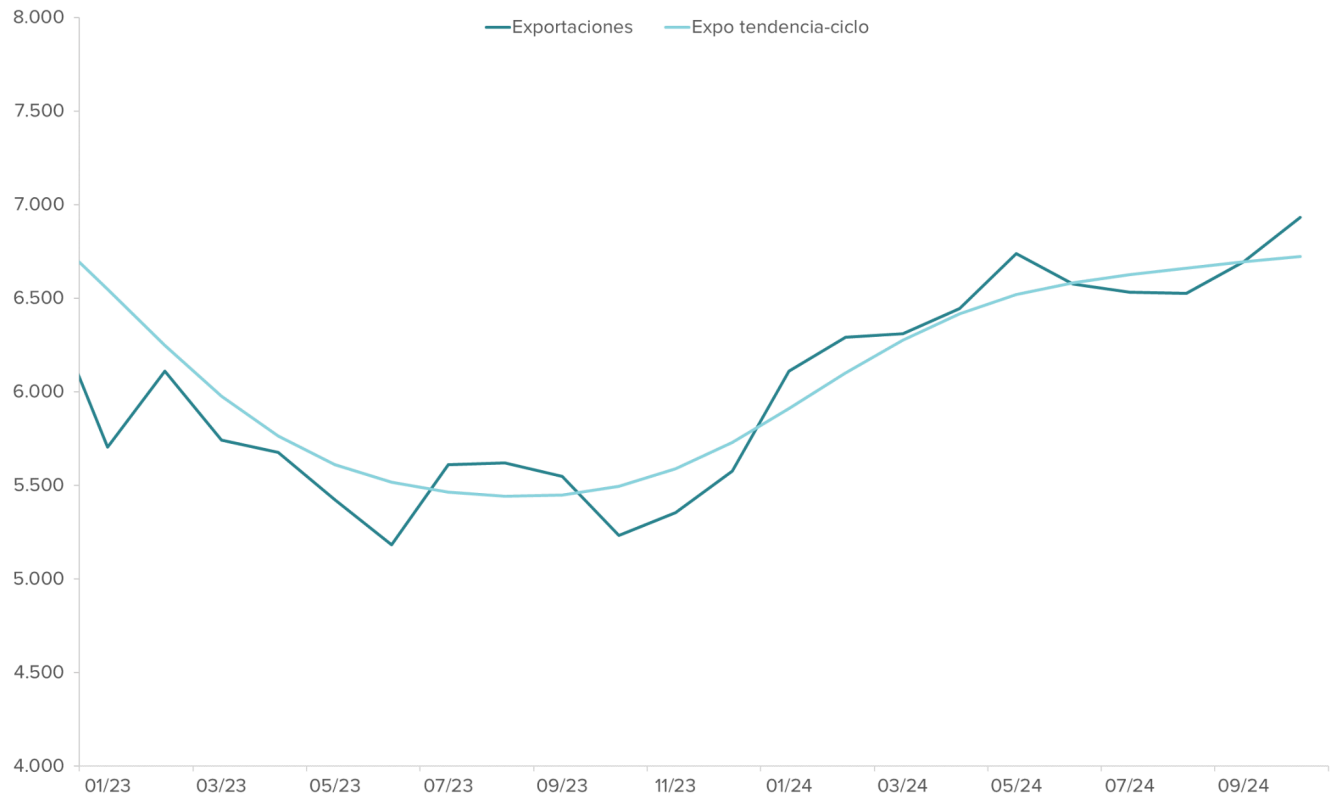
Resultado Financiero (AR\$ MM)



Fuente: IEB en base a BCRA

Por el lado de la balanza comercial, el último informe de Intercambio Comercial Argentino publicado por el Indec presentó un **saldo comercial superavitario en USD 888 MM**, acumulando entonces USD 15.955 MM en el año. Este último registro es el menor desde enero, con el saldo comercial presentando una tendencia a la baja desde el fin de la cosecha gruesa en mayo. No obstante, más allá de esta noticia “negativa” **destacamos que la contracción en el saldo comercial se está dando como resultado no de una contracción de las exportaciones, sino más bien de una recomposición de las importaciones.**

Exportaciones - tendencia-ciclo



Fuente: IEB en base a INDEC

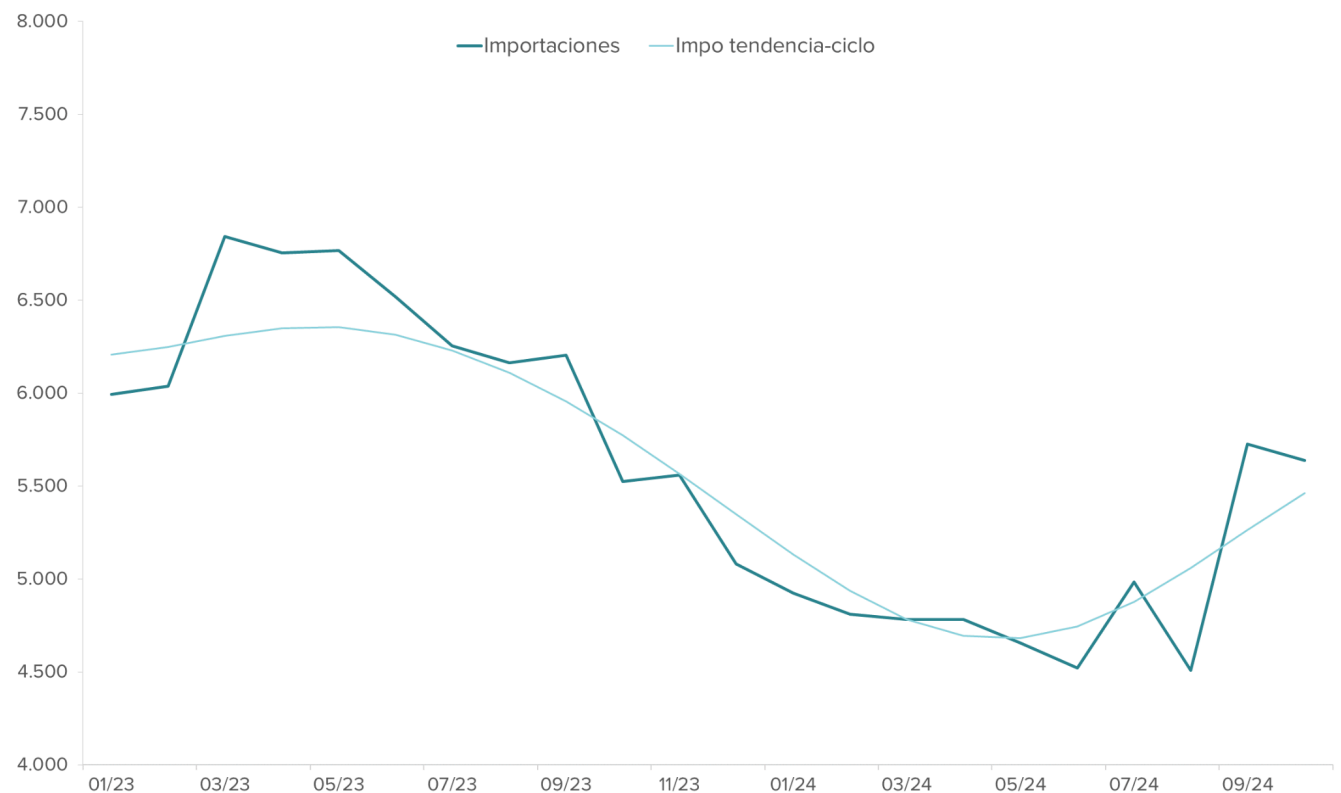
**Las exportaciones han presentado un crecimiento sostenido desde la asunción de la nueva administración, incluso pese a la apreciación del tipo de cambio oficial dado el sostenimiento del crawling peg al 2%.** En este último mes las exportaciones presentaron un incremento del 30% en comparación con octubre de 2023, producto de un incremento del 31% en las cantidades exportadas en conjunto con una caída del 0,7% en los precios, siendo entonces el mayor monto exportado desde julio de 2022. Así, **las exportaciones acumuladas en los primeros diez meses del año acumularon USD 66.154 MM, un incremento del 16,9% contra el mismo período del año anterior.**

Ahora bien, una de las principales críticas a lo largo del año frente al superávit comercial se centraba en la caída de las importaciones producto de la caída en el nivel de actividad. Dicho argumento podría considerarse parcialmente cierto para los primeros meses del año, dado que efectivamente se produjo una caída importante en el volumen importado coincidiendo con una economía más fría, aunque se dio en conjunto con un crecimiento importante en el volumen exportado. **No obstante, este argumento estaría quedando atrás en el tiempo, con las importaciones comenzando a recuperarse de forma acelerada y siendo un reflejo de una economía que comienza a reactivarse.**

Entre enero y octubre las importaciones alcanzaron USD 50.199 MM, significando una caída del 21,5% contra los primeros diez meses del 2023. No obstante, octubre llegó con un incremento del 4,9% interanual en las importaciones como resultado de un incremento en cantidades y precios del 5% y 0,3% respectivamente, siendo esta la primera variación positiva desde febrero de 2023 y reflejando que la contracción en las importaciones (y el proceso recesivo) comenzó mucho antes que asuma el actual gobierno. **Si prestamos atención a la serie tendencia-ciclo, la misma acumula ya cinco meses consecutivos con variaciones positivas, coincidiendo con el piso de la actividad en mayo y dejando en evidencia una recuperación de la actividad.**

Asimismo, resulta impactante ver que todos los rubros presentaron variaciones positivas, exceptuando el caso de los combustibles y lubricantes con una caída del 53,1% en las cantidades, coincidiendo con un aumento del 20,2% en las cantidades exportadas de dicho rubro. Esto **evidencia la reversión en el saldo comercial energético luego de trece años de déficit, siendo la caída de las importaciones resultado no sólo de la contracción de la actividad, sino también de una mayor producción local, con su impacto también sobre las exportaciones.**

Importaciones - serie desestacionalizada

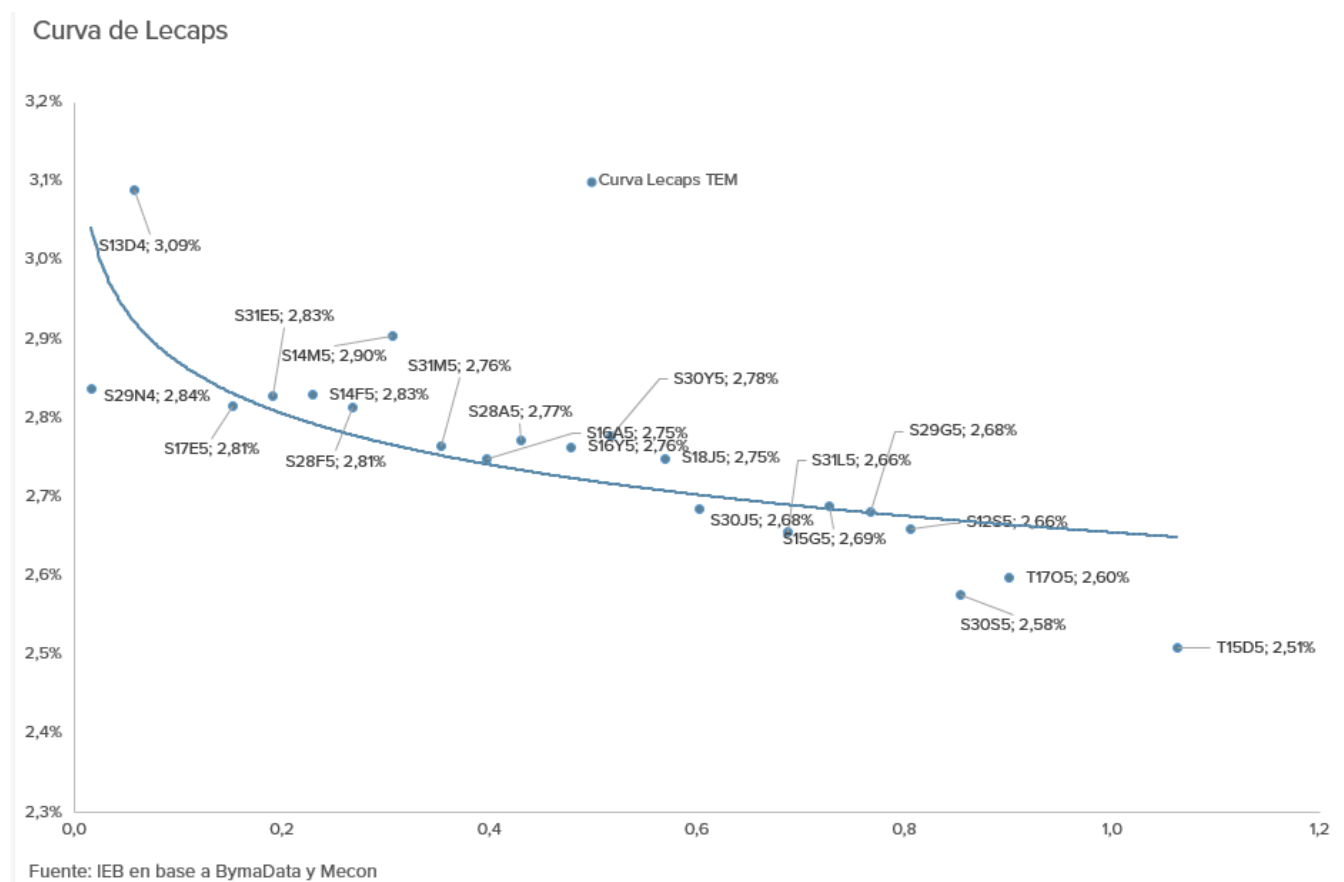


Fuente: IEB en base a INDEC

**La consolidación de estos superávits gemelos continúa siendo fundamental para el gobierno, teniendo en claro que el principal ancla del programa económico es el equilibrio fiscal y que el superávit comercial es un propulsor necesario para la acumulación de reservas.** El gobierno los ha logrado sostener pese a algunas dificultades en el camino (marchas por jubilaciones y universidades), así como la implementación de medidas necesarias pero contraproducentes a estos dos objetivos (reducción del impuesto PAIS y normalización de importaciones), superando las dudas y críticas en torno a la sostenibilidad de los mismos.

## DEUDA EN PESOS

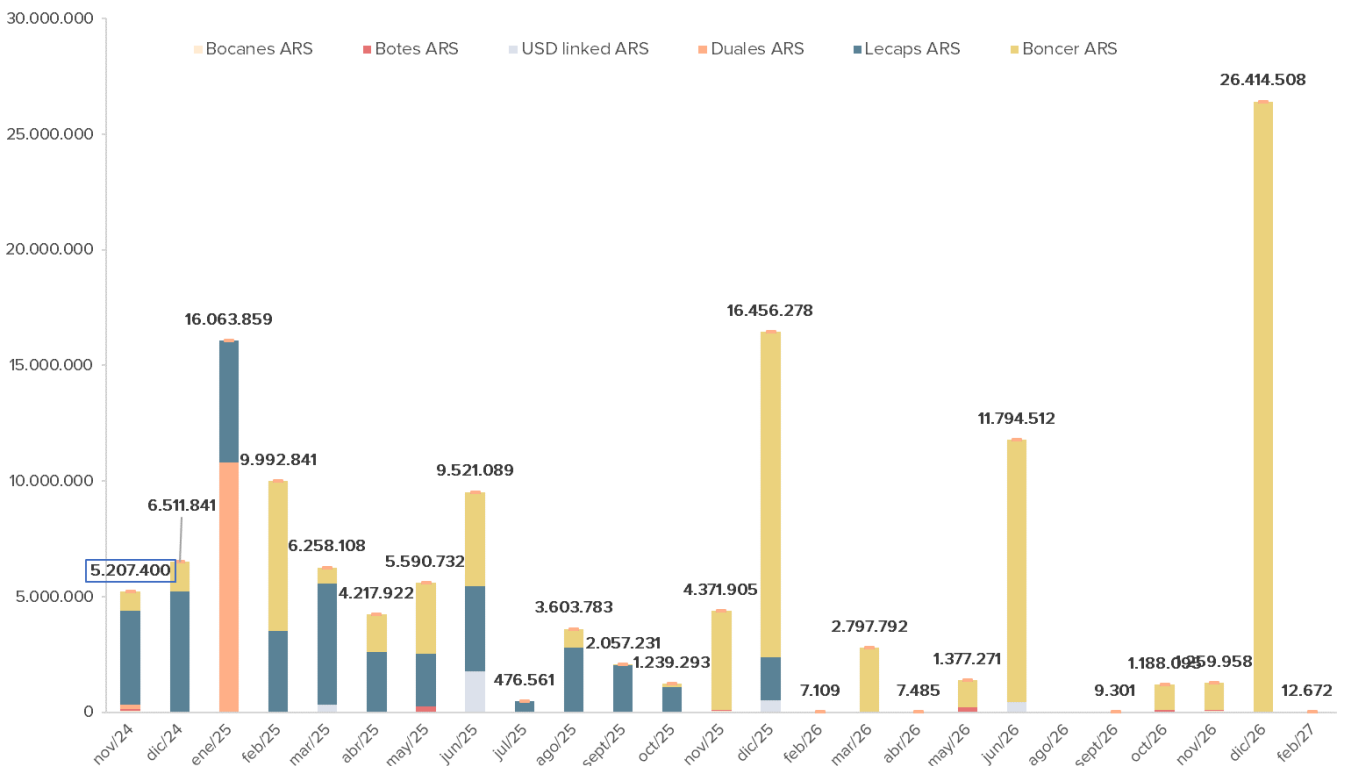
La tasa fija continuó con la leve corrección que inició la semana pasada de la mano de datos de alta frecuencia que si bien muestran mediciones con una gran dispersión para lo que va de noviembre, algunas evidencian una aceleración de la inflación. De todas formas la curva sigue significativamente invertida con los boncaps en 2,5% TEM priceando una fuerte desaceleración de precios hacia adelante. Respecto a los bonos CER operaron mixtos sin grandes cambios con los títulos de 2026 en adelante encontrando resistencia en niveles de CER+8%. Por su parte los contratos de dólar futuro de Rofex siguieron cayendo aunque todavía se ubican en 2% promedio de devaluación promedio para el año que viene a pesar de que existe una alta probabilidad de reducir el crawling a 1% a comienzos del próximo año.



**Recordemos que la semana que viene tendremos una nueva licitación en la que vencen \$5,2 BB.** El anuncio lo tendremos al cierre del próximo lunes donde conoceremos qué instrumentos ofrecerá finalmente el Mecon. Recordemos que en las últimas dos licitaciones ofreció solo Boncers profundizando la empinación de la curva lecaps dado la escasez que generó del instrumento. Esta vez los bancos llegan muy líquidos con el stock de Lefis en máximos sumando \$15 BB lo que hace menos probable que otorgue premio a pesar de enfrentar un vencimiento abultado.

La inflación breakeven actualmente se encuentra en 2,9% promedio mensual para los próximos dos meses del año, 1,75% promedio mensual para los primeros cuatro meses del año que viene y 1,4% desde mayo a octubre. Los datos de alta frecuencia muestran cierto rebote de los precios durante noviembre con mediciones a la segunda semana de noviembre que arrojan una variación MoM entre 3,1% y 3,2%. Pricestats por otra parte, midió 2,8% desde la medición previa de 2,1%. Cabe aclarar que este relevamiento se hace de forma online por lo que no contempla servicios mucho de ellos regulados, por lo que es un proxy de la inflación núcleo en realidad.

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

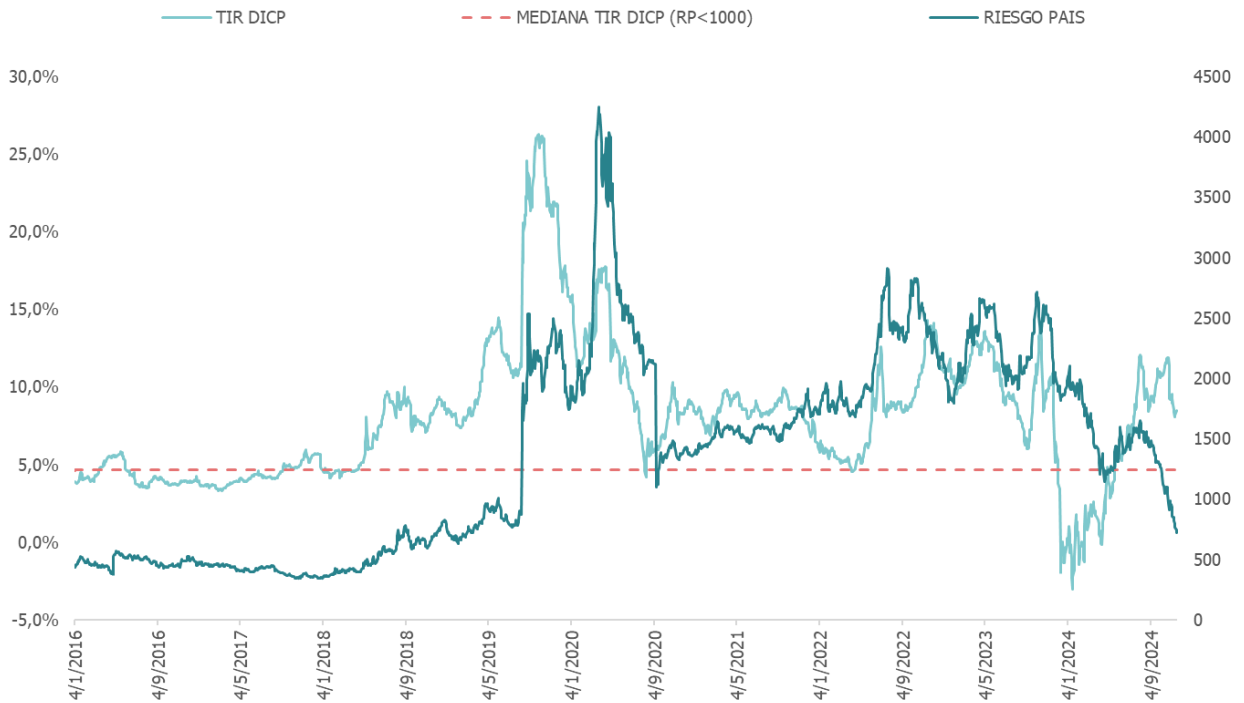


Fuente: IEB en base a Mecon.

**Respecto al carry trade** vemos que a pesar de que los FX financieros pueden seguir calmos o siguiendo el crawling del 2% mensual, con una mirada de mediano plazo creemos que dados los rendimientos que muestran actualmente las lecaps, luego de la fuerte compresión de tasas, para aquellos que quieran hacer rendimientos en dólares es conveniente posicionarse en el tramo largo de los globales que tiene un mayor potencial en dólares que el carry con instrumentos en pesos.

**Actualmente vemos conveniente diversificar posiciones entre lecaps y boncer, aunque vemos valor principalmente en el tramo largo de la curva CER con una mirada de mediano plazo.** Vemos que el tramo largo se moverá en línea con la evolución de los bonos HD. A modo de referencia si miramos la TIR histórica del DICP vemos que cuando el riesgo país estuvo por debajo de 1000 pbs este bono CER operaba con una TIR en torno a CER+4,7% cuando actualmente se encuentra en CER+8,5%. Es decir tiene un upside de 15% adicionalmente al devengado.

## TIR historica DICP vs Riesgo Pais



Fuente: IEB en base JP Morgan y ByMADATA

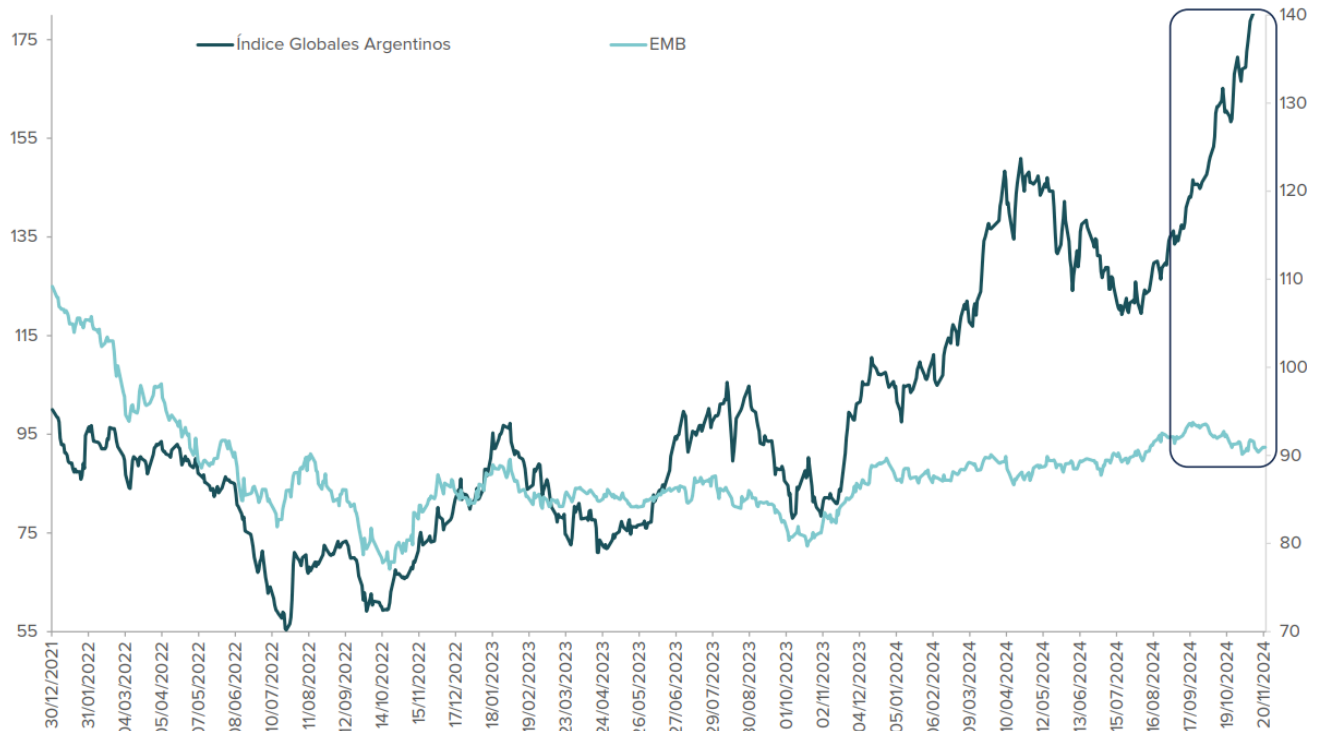
## DEUDA EN DÓLARES

Los bonos locales suman otra buena semana, el riesgo país recorta otros 35 pbs y se ubica en 734 pbs. De esta forma toca mínimos de marzo de 2019. Esta semana los bonos avanzan otro 0,75% en promedio acompañando la buena dinámica de los créditos emergentes que suben 0,6%. Recordemos que en los últimos dos meses la deuda local se muestra ajena a la dinámica de los bonos emergentes que vienen teniendo un mal desempeño debido a los buenos fundamentals en el plano local.

El viernes pasado la calificadora Fitch recalifico a Argentina de CC a CCC. Si miramos créditos incluso superiores hay muy pocos con superávit tanto en cuenta corriente como fiscal como es el caso de Argentina. Por lo que desde una perspectiva macro solamente podría haber espacio para que los bonos puedan seguir subiendo.

Los drivers siguen siendo muy buenos, compras de reservas en el MULC, superávits financieros que mostraron ser sostenibles, repunte de actividad y de salarios que permiten mantener la imagen positiva del gobierno alta de cara a las elecciones del próximo año. El catalizador último es la salida del cepo que como dijo el Presidente requiere de recomponer reservas que podría lograrse a través de fondos frescos del FMI, rumor que circuló la semana pasada.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base LSEG.

La curva de globales se encuentra prácticamente plana con una TIR de 10%, debido a las mejoras en las perspectivas de repago para el próximo año que a nuestro entender está totalmente cubierto. Si vamos hacia una curva flat en 9% lo que implicaría un riesgo país de 500 pbs tomando en cuenta el rendimiento actual del treasury a 10 años a la deuda le queda upside.

Continuamos viendo valor en el tramo largo de la curva, particularmente en el GD35 que frente a un escenario como el planteado permite capturar un mayor upside en relación a los bonos de menor duration. Para quienes busquen alternativas más conservadoras seguimos prefiriendo los bopreales serie 1 que tiene la opcionalidad de ser usado para el pago de impuestos, estos son los serie 1A, 1B y 1C que rinde arriba de 10%, vencen bajo la actual administración y son menos sensibles a la dinámica de las reservas.



## Upside bonos hard dollar (cobranzo cupones y amortización de enero 25)

Bono	TIRs actuales	TIR 11%		TIR 10%		TIR 9%	
		Precio al 30-4-25	Retorno al 30-4-25	Precio al 30-4-25	Retorno al 30-4-25	Precio al 30-4-25	Retorno al 30-4-25
AL29	12,9%	73,9	7,8%	75,5	9,8%	77	11,7%
GD29	9,9%	73,9	1,8%	75,5	3,7%	77	5,5%
AL30	13,2%	69,4	9,1%	72	12,7%	73,8	15,3%
GD30	11,7%	69,4	5,5%	72	9,0%	73,8	11,5%
AL35	11,2%	69,5	5,8%	73,8	12,1%	78	18,3%
GD35	11,2%	69,5	5,7%	73,8	12,1%	78	18,3%
AE38	11,7%	73,8	7,7%	77,6	13,1%	78	13,7%
GD38	11,4%	73,8	6,3%	77,6	11,6%	78	12,1%
AL41	10,9%	64	3,6%	68,5	10,6%	72,7	17,3%
GD41	10,9%	64	3,2%	68,5	10,3%	72,7	16,9%
GD46	10,3%	64,5	-0,2%	68,3	5,4%	72,8	11,9%

## EQUITY ARGENTINO

El rally continúa para las acciones argentinas, con el índice S&P Merval alcanzando nuevos máximos nominales por encima de los US\$1.960. De esta manera, el índice de acciones locales acumula un incremento de más del 170% en dólares desde la segunda vuelta de las elecciones presidenciales que dió por ganador a Javier Milei, siendo 6% la suba acumulada desde nuestro último semanal.



Fuente: Bloomberg

En el último rally que experimentaron las acciones argentinas durante la gestión Macri, el S&P Merval alcanzó un máximo en los US\$1.800, lo que implicó una suba de +155% desde iniciado su mandato. No obstante, si comparamos dicho máximo con los valores alcanzados actualmente, el índice en dólares ajustado por inflación de Estados Unidos habría alcanzado los US\$2.200, lo que implica que aún quedaría un margen de suba del 12% para volver a tocar el máximo histórico.



Fuente: Bloomberg

Bajo nuestro punto de vista, es posible ver al S&P Merval alcanzar el máximo histórico de 2018 o incluso superarlo dado que viene mostrando una tendencia alcista de largo plazo que lleva ya un año de duración, y si bien podemos observar correcciones de corto plazo, las mismas no alteran la tendencia de fondo, la cual es claramente positiva y continúa teniendo sustento en tres factores:

1. La deuda soberana argentina que mantiene un buen desempeño, llevando los niveles de riesgo país por debajo de los 720 puntos, incluso mejorando su calificación crediticia (ver sección “Deuda en Dólares”)
2. El contexto internacional: Tanto los datos económicos que están mostrando una economía saludable como el triunfo de Donald Trump y la temporada de resultados de las compañías siguen impulsando a los mercados de renta variable, lo que también favorece a las acciones argentinas.
3. Por último, el “delivery”: El gobierno logra nuevamente superávits gemelos (ver sección “Economía”), la inflación continúa su tendencia a la baja, con el BCRA que mantiene la acumulación de reservas en noviembre a pesar de ser estacionalmente negativo, el riesgo país sigue comprimiendo y el gobierno muestra una buena gestión en el congreso.

Así mismo, las acciones recibieron un impulso adicional esta semana tras firmarse un memorándum para la exportación de gas a Brasil, lo que llevó a una reacción positiva principalmente en aquellas compañías ligadas al transporte y producción de gas. Con el proyecto, Argentina espera exportar 2 millones de metros cúbicos por día durante 2025, lo que estiman aportaría divisas por US\$5.100 MM durante el año, con el objetivo de exportar 30 millones de metros cúbicos por día para 2030. Si bien aún faltaría confirmar las vías de exportación, entre la más probable se encuentra la exportación a través de Bolivia, dado que el resto de alternativas aún requieren proyectos adicionales.

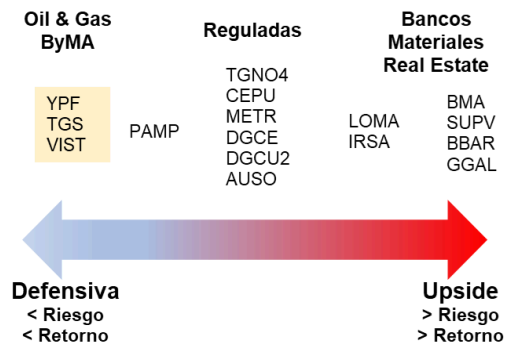
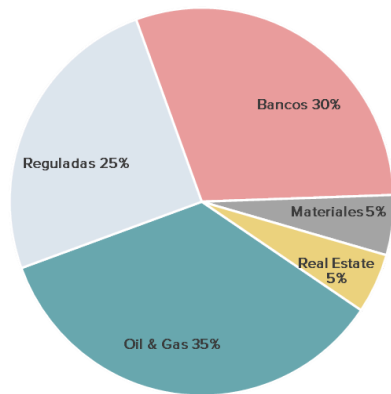
**Por lo tanto, creemos que los fundamentos para que el índice se encamine a los máximos registrados durante la administración Macri están dados.**

## La Cartera y la estrategia

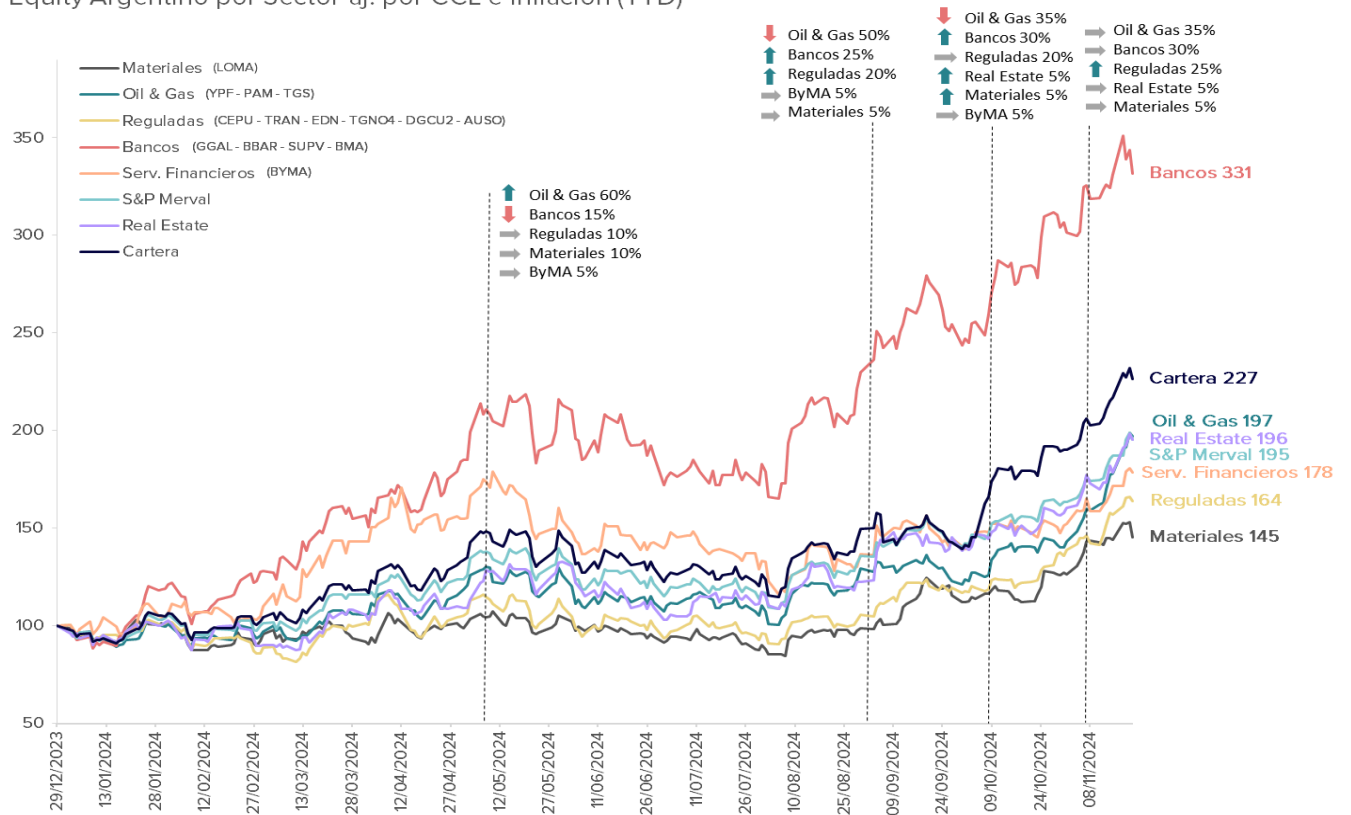
Desde el último rebalanceo, la cartera continuó mostrando un buen desempeño. La decisión de quitar Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) de la cartera e incrementar la exposición a reguladas ha mostrado ser acertada, ya que viene mostrando un rendimiento superior.

Así mismo, las compañías de Oil & Gas (TGSU2, PAM e YPF) continúan mostrando un incremento considerable en sus cotizaciones tras presentar sólidos resultados y anunciarse proyectos que las afectan favorablemente. Por lo tanto, creemos conveniente mantener la cartera sin modificaciones.

**Alocación Sectorial**



Equity Argentino por Sector aj. por CCL e inflación (YTD)



Fuente: IEB en base a LSEG.

## Presentación de resultados

Llegando al final de la temporada de balances, esta semana presentó resultados BBVA Argentina (BBAR), quedando por presentar balances Grupo Supervielle (SUPV) y Banco Macro (BMA):

En líneas generales fue un buen trimestre para BBAR y en línea con lo esperado. Los préstamos privados siguen creciendo un 27% t/t y 28% a/a. Manteniendo un bajo costo de fondeo, dado que el 68% proviene de depósitos en Caja de Ahorro y Cuenta Corriente, al mismo tiempo que sostiene su política de baja exposición al sector público.

En cuanto al cuadro de resultados, el mismo evidenció una fuerte caída en los intereses -39% t/t y -44% a/a, que a pesar de un crecimiento trimestral del 7,9% en comisiones (+35% a/a), resultó en una caída del 41% para el resultado operativo, si se observa frente al 2T24 y -43% frente al 3T23.

Por su parte, los activos rentables crecieron un 4% en el trimestre, sin embargo, al compararlo con igual trimestre del año previo estos disminuyeron un 18%, con la tasa de los activos rentables cayendo al 40% frente al 60% del 2T24 y 78% en el 3T23. Mientras que los pasivos con costo mostraron un crecimiento mayor (+21% t/t) dado el aumento en los depósitos en Caja de Ahorro y Plazo Fijo, con una caída del 12% interanual, y la tasa de los pasivos cayendo hasta el 11% desde el 13% en el 2T24 y 32% del 3T23.

De esta manera, BBAR cerró el 3T24 con un NIM (Net Interest Margin) del 24,5%, cayendo desde el 42% del 2T24 y 36% en el 3T23 dado el impacto generado por la baja de tasas tanto en títulos públicos como en préstamos.

No obstante, logró defender muy bien el ROE con respecto al trimestre previo (16,9% en el 3T24 vs. 19,5% en el 2T24), a pesar del contexto actual para los bancos. A 1,6x P/BV y en comparación con el resto de los bancos sigue siendo nuestro favorito dentro del sector junto con \$SUPV. Siempre es bueno recordar que a largo plazo es el ROE el que sustenta la valuación en términos de P/BV y que durante la administración Macri llegaron a cotizar entre 4x a 5x valor libros (ya que el potencial de crecimiento es enorme) y, por último pero no menos relevante, el flujo. Junto con Oil & Gas el sector bancario es ampliamente el de mayor liquidez.

## 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.