

29 de noviembre de 2024

# Argentina Weekly

## Sosteniendo la confianza

- **La UTDT publicó su Índice de Confianza en el Gobierno, reflejando una mejora en el mismo del 9,86% en noviembre con respecto a octubre.** Con esta última medición **se consolida la mejora en la imagen de la gestión libertaria**, siendo el segundo mes consecutivo con aumentos luego de la fuerte caída registrada en septiembre.
- **Resulta interesante el análisis del índice con la mirada puesta en las elecciones legislativas del próximo año, dada la sorprendente correlación entre esta medición y los votos obtenidos por el oficialismo en elecciones previas.** El nivel actual del índice indicaría un nivel de aceptación del 53,2%, similar al resultado obtenido por Javier Milei en el balotaje, lo cual podría ser buen augurio para el gobierno en los próximos comicios.
- **El gobierno de Javier Milei ha sido el de mejores resultados en materia de confianza de los últimos seis mandatos**, no sólo alcanzando el mayor nivel en el índice a los doce meses de asumir, sino también manteniéndose en un nivel relativamente estable en comparación con presidentes previos.
- **La deuda HD termina una semana mixta con rendimientos neutros. A pesar de las buenas noticias en la semana el mercado no convalida una suba.** Entre los buenos datos se encuentran: el buen desempeño del BCRA en el MULC, la compra de divisas por parte del tesoro para el pago de vencimiento de Enero, sumado al buen dato del ICG (Índice de Confianza en el Gobierno).
- **Las lecaps y boncaps** siguieron corrigiendo durante la última semana y luego de la licitación vuelven a caer operando en el tramo largo en 2,55% TEM arbitrandose con las tasas de corte de la licitación. **Los bonos CER** también operaron a la baja, volviendo a rendir por arriba de CER+8% en el tramo medio y casi en CER+9% en el largo. **En este contexto el Tesoro llevó a cabo una nueva licitación donde enfrentaba vencimientos por \$5,2 BB.**
- Durante la semana el índice de acciones argentinas tocó un nuevo máximo al alcanzar (medido en US\$ CCL) los 2.030 puntos. Este valor quedó a tan solo 170 puntos del máximo alcanzado durante la administración Macri; ajustado por inflación de EE.UU.
- Durante la semana terminaron de reportar los bancos, cerrando la temporada de balances del 3T24. En líneas generales era una película que esperábamos: caída en el ROE producto de menores rendimientos por la posición de títulos públicos compensada -en parte- por un menor efecto de la inflación.

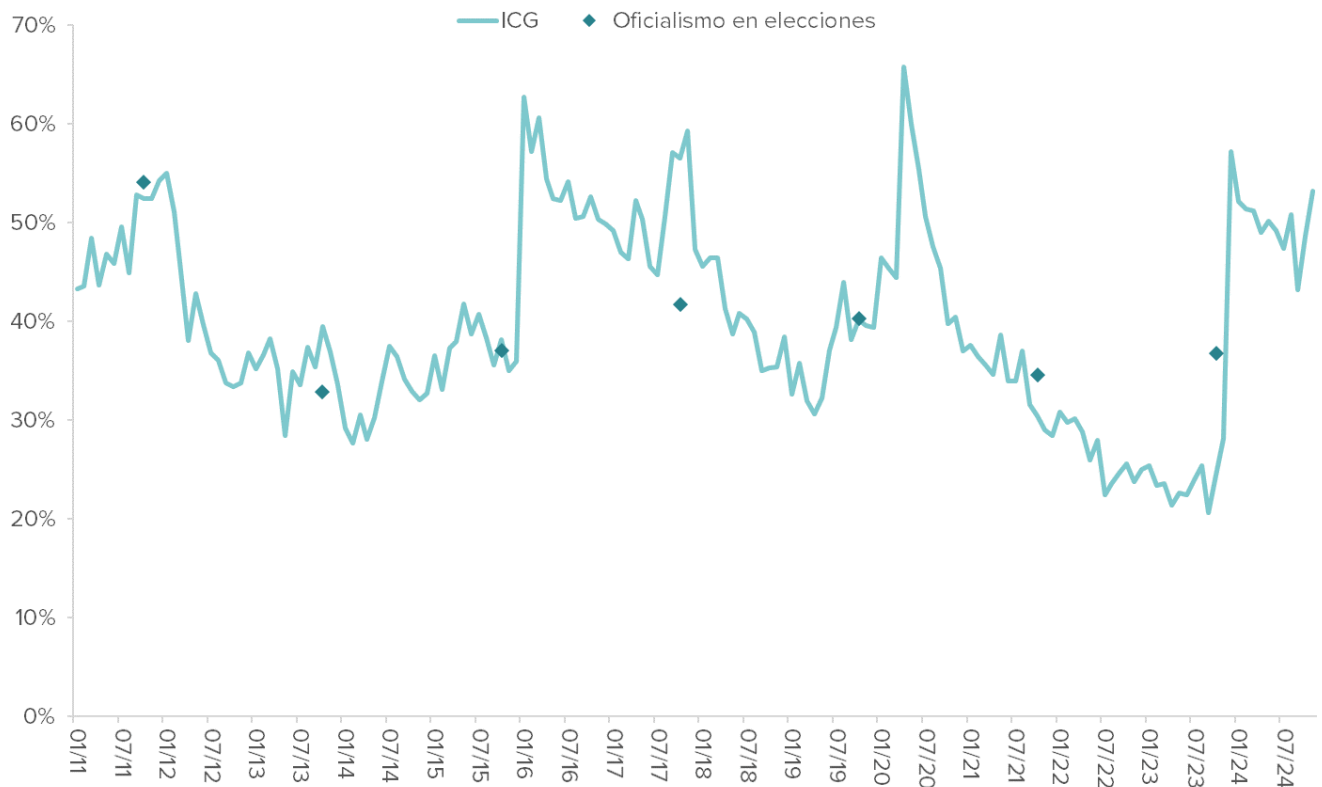
## ECONOMÍA

La UTDT publicó en el transcurso de la semana su Índice de Confianza en el Gobierno que elabora mensualmente, reflejando una mejora en el mismo del 9,86% en noviembre con respecto a octubre. Al medirlo en términos interanuales, dicho índice presentó una mejora del 88,7% dado el bajísimo nivel de confianza en el gobierno previo hacia el final del mandato, y si lo comparamos con las dos administraciones previas, el nivel actual se encuentra un 5,7% por sobre el nivel de noviembre de 2016 y un 31,7% por sobre el de noviembre de 2020, aunque remarcamos que en este último nos encontrábamos en pandemia. **Con esta última medición se consolida la mejora en la imagen de la gestión libertaria, siendo el segundo mes consecutivo con aumentos luego de la fuerte caída registrada en septiembre.**

**En esta oportunidad, los cinco componentes del índice presentaron variaciones positivas:** evaluación general del gobierno creció un 20%, eficiencia en la administración del gasto público un 12,1%, preocupación por el interés general un 9,3%, honestidad de los funcionarios un 7,9% y capacidad para resolver los problemas del país un 3,2%.

**Más allá de la noticia positiva por el sostenimiento de la confianza, resulta interesante el análisis del índice con la mirada puesta en las elecciones legislativas del próximo año, dada la sorprendente correlación entre esta medición y los votos obtenidos por el oficialismo en elecciones previas.** Con una lectura positiva, encontramos que el nivel actual del índice indicaría un nivel de aceptación del 53,2%, similar al resultado obtenido por Javier Milei en el balotaje, lo cual de sostenerse los resultados positivos en materia económica (control de la inflación, recuperación del nivel de actividad) podría ser buen augurio para el gobierno en los próximos comicios.

ICG vs. Resultados del oficialismo en elecciones



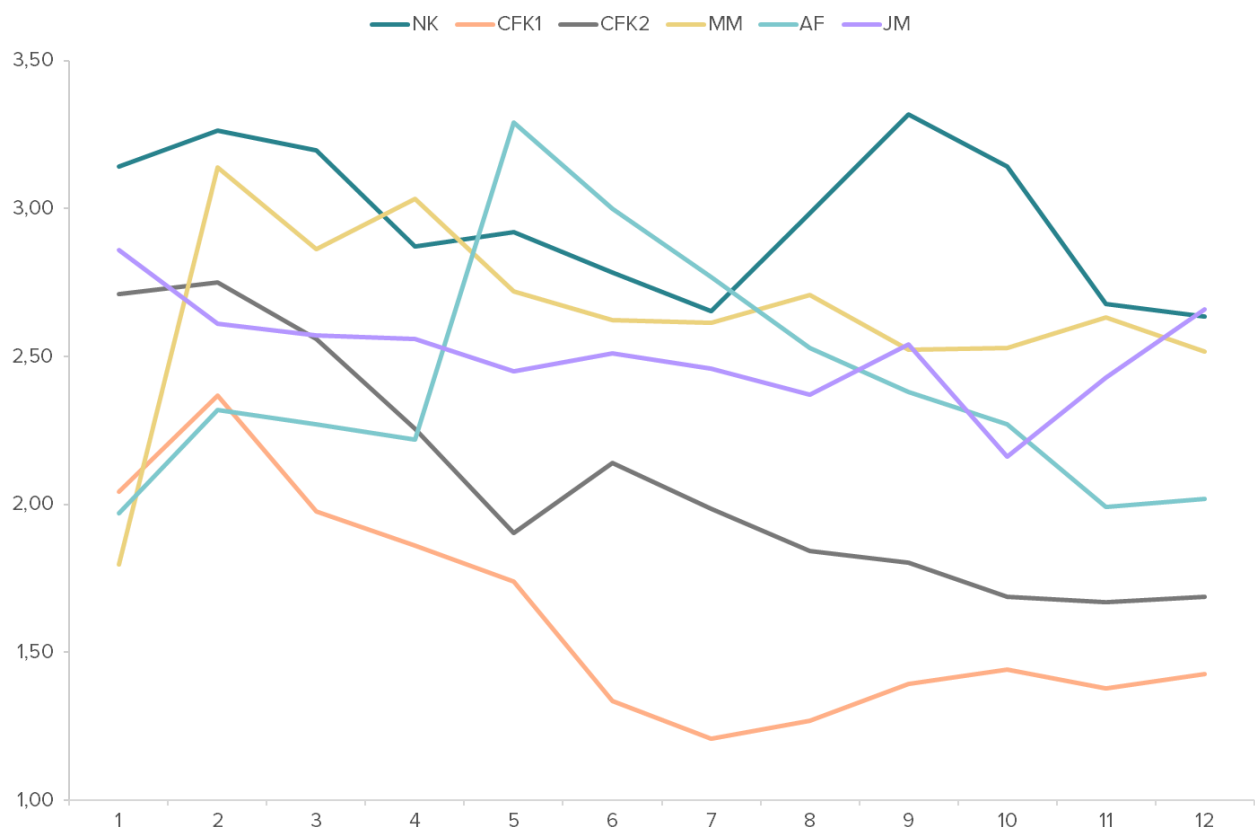
Fuente: IEB en base a UTDT

Sin embargo, con una mirada no tan positiva, al observar el detalle del índice por zona geográfica **se evidencia un mayor nivel de aceptación particularmente en CABA y el interior, mientras que el Gran Buenos Aires sostiene niveles de confianza menores** en conjunto con variaciones mensuales positivas más pequeñas. Es sabido que el conurbano bonaerense es predominantemente peronista, siendo que el mínimo obtenido por candidatos a gobernador por el peronismo en la provincia de Buenos Aires en los últimos veinte años ha sido 35%, y **pareciera que la mejora de perspectivas sobre el actual gobierno no se está traduciendo en un cambio sobre dicha situación, lo cual podría traducirse a su vez en una elección más reñida el próximo año.**

La menor confianza en el gobierno en el conurbano en comparación con el interior del país podría asociarse a la recuperación heterogénea de la actividad económica. Por un lado, tenemos a las actividades ligadas al sector primario y con mayor presencia en el interior recuperándose fuertemente, particularmente el agro y Oil & Gas, mientras que los sectores ligados al consumo y la industria y con mayor presencia en el conurbano, pese a haber comenzado una recuperación, continúan rezagados. **Esta disparidad entre sectores de la economía y regiones podría estar impactando negativamente la imagen del gobierno en los sectores más golpeados.**

De todas formas, resulta sorprendente el apoyo social que aún sostiene el gobierno de Javier Milei, incluso luego del mayúsculo ordenamiento fiscal que viene llevando a cabo; evidentemente los resultados observables de las medidas del gobierno, particularmente la caída de la inflación, han pesado lo suficiente como para sostener el apoyo al gobierno. Resulta sorprendente también observar que **el gobierno de Javier Milei ha sido el de mejores resultados en materia de confianza de los últimos seis mandatos, no sólo alcanzando el mayor nivel en el índice a los doce meses de asumir, sino también manteniéndose en un nivel relativamente estable en comparación con presidentes previos.**

Evolución mensual del ICG - Primer año de mandato



Fuente: IEB en base a UTDT

## BONUS TRACK

El Jefe de Gabinete, Guillermo Francos, se presentó el miércoles pasado en el Senado para transmitir que desde el Palacio de Hacienda aseguran que se encuentran en proceso de evaluación para la adhesión al RIGI un total de seis proyectos que suman una inversión inicial total de USD 7.820 MM. Recordemos que el plazo para la aprobación de cada proyecto es de aproximadamente 45 días desde su postulación, por lo que recién para fin de año podrían quedar validadas las primeras inversiones. Más allá de la espera, resulta sumamente positiva la adhesión de estos proyectos al régimen, tanto desde el punto de vista del posible ingreso de divisas a las reservas internacionales, como pensando en el potencial de los mismos.

### A continuación hacemos un breve repaso de cada uno de los proyectos del RIGI:

- **Vaca Muerta Sur**, impulsado principalmente por YPF con otras seis petroleras asociadas y una inversión inicial de USD 2.500 MM que puede llegar a extenderse hasta 3.000 MM.
- **Licuefacción de gas natural Southern Energy**, actualmente propiedad de PAE y Golar LNG, quienes presentaron un proyecto para los próximos diez años con una inversión inicial de USD 2.900 MM y que podría llegar a los 7.000 MM en los veinte años de vida útil.
- **Gualcamayo**, presentado por Minas Argentinas SA para la explotación de oro en San Juan, con una inversión de USD 1.000 MM.
- **Sal de Oro**, proyecto presentado por la empresa surcoreana Posco, el cual prevé una inversión inicial que rondaría los USD 1.000 MM para la extracción de litio en Salta.
- **Hombre Muerto Oeste**, presentado por la minera Galan Lithium, que busca un desarrollo minero en la provincia de Catamarca con el objetivo de producir cloruro de litio de alta calidad. El capital estimado para el proyecto asciende hasta los USD 200 MM, que es el monto mínimo de inversión para ser elegible a ingresar al RIGI.
- **Parque Solar El Quemado y anexos**, consistiendo en la instalación de paneles solares de última generación ubicados en Mendoza, estimando una inversión de USD 220 MM a través de YPF Luz.

## DEUDA EN PESOS

Las **lecaps** y **boncaps** siguieron corrigiendo durante la última semana y luego de la licitación vuelven a caer operando en el tramo largo en 2,55% TEM arbitrandose con las tasas de corte de la licitación. **Los bonos CER** también operaron a la baja, volviendo a rendir por arriba de CER+8% en el tramo medio y casi en CER+9% en el largo.

En este contexto el Tesoro llevó a cabo una nueva licitación donde enfrentaba vencimientos por \$5,2 BB. En esta oportunidad la novedad estuvo en que volvió a ofrecer tasa fija luego de no hacerlo en las últimas dos licitaciones. Además ofreció un nuevo boncap mas largo a febrero de 2026. Los bancos llegaban muy líquidos con un stock de Lefis en niveles récord sumando \$16,5 BB, donde casi \$1 BB se explica por el pago de amortización del TG25, por lo que si bien el monto a renovar era desafiante la demanda se esperaba que fuese alta. Es así que el Tesoro logró colocar \$5,8 BB equivalente a una tasa de rollover de 111% (incluyendo vencimientos de bontes) y rechazo 12% del monto total ofertado. Previamente el BCRA a través de una regulación la semana pasada habilitó a los bancos a usar como encajes los bonos en pesos adquiridos en licitaciones que tengan vencimientos menores a 760 días otorgando un incentivo adicional a participar las licitaciones.

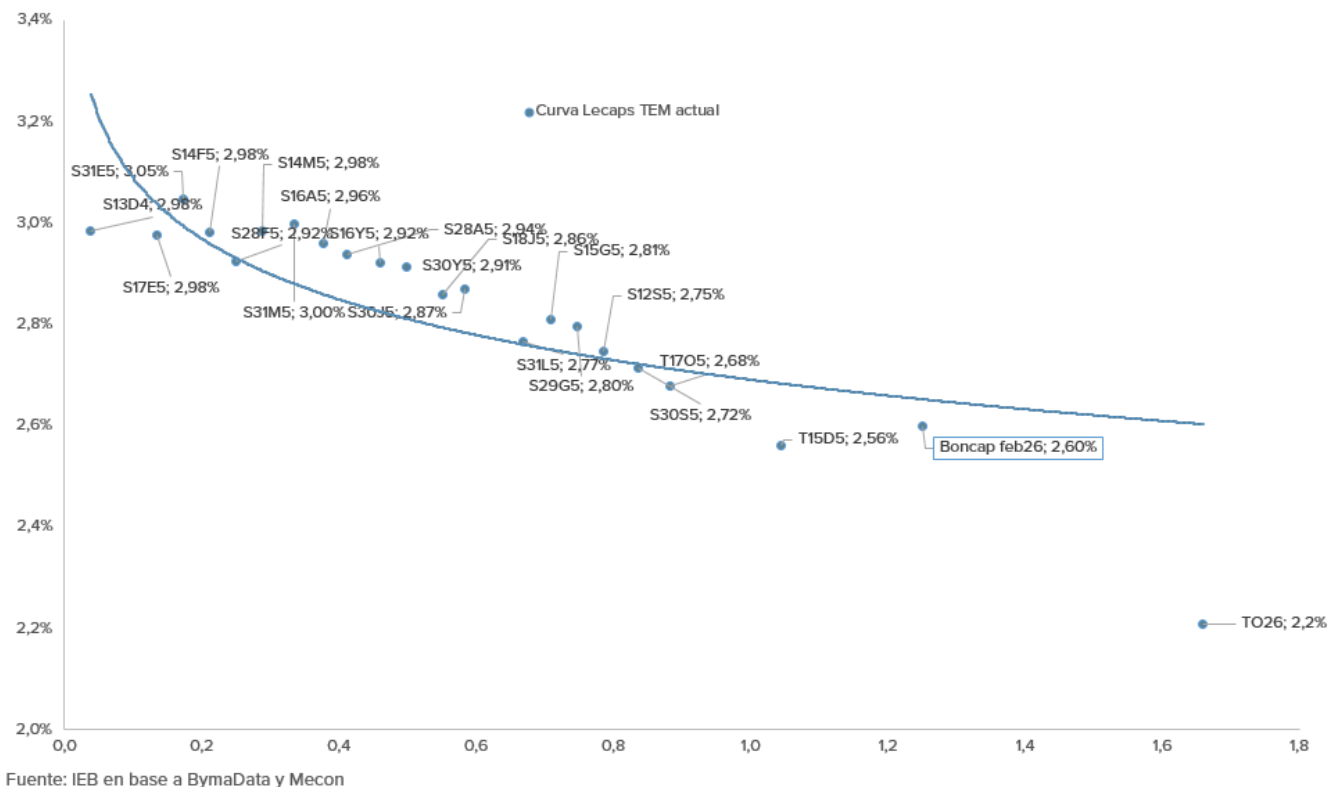
Resultado Licitación del Tesoro 27/11/24 (En ARS MM)								
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado	TNA/TEM de mercado	Premio
S16Y6	16/5/2025	\$ 2.235.975	\$ 1.915.297	\$ 2.229.406	2,95%	37,07%	2,86%	0,09%
T17O5	17/10/2025	\$ 793.148	\$ 710.915	\$ 851.321	2,70%	13,76%	2,65%	0,05%
T13F5	13/2/2026	\$ 1.413.252	\$ 1.338.246	\$ 1.338.246	2,60%	25,90%		
TZXM6	31/3/2026	\$ 851.357	\$ 757.938	\$ 1.002.373	8,31% TNA	14,67%	8,06%	0,25%
TZXO6	30/10/2026	\$ 513.742	\$ 444.275	\$ 391.851	8,84% TNA	8,60%	8,48%	-0,17%
<b>Total</b>		<b>\$ 5.807.474</b>	<b>\$ 5.166.671</b>	<b>\$ 5.813.197</b>		<b>100%</b>		

Fuente: IEB en base a Mecon

En las **lecaps** y **boncaps** el Tesoro otorgó premio respecto a las tasas del secundario principalmente en el nuevo boncap **T13F6** que corto en 2,6% TEM cuando se esperaba una tasa en torno a 2,4% de acuerdo a como estaba la curva en las ruedas previas tomando como referencia el **TO26 (octubre 2026)** en 2,2% TEM. En la jornada de ayer el tramo largo de la curva corrigió alineándose con las tasa de corte aunque el nuevo boncap quedo por arriba en términos e TEM y es esperable que abra en el secundario con un upside arbitrandose.

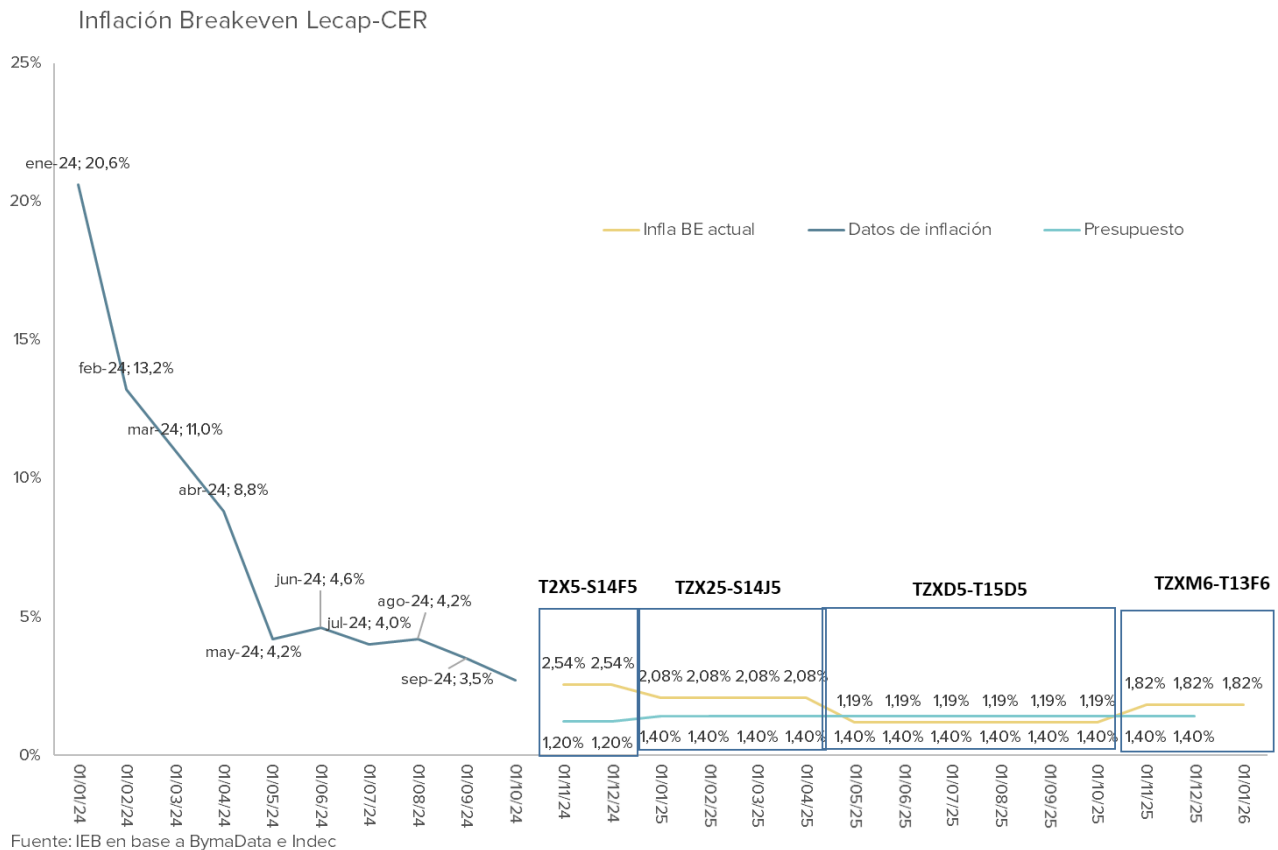
De todas formas la curva mantiene una pendiente fuertemente negativa dado que el mercado continúa esperando una fuerte desaceleración de precios con el correr de los meses. Los datos de alta frecuencia de inflación mostraron una aceleración de precios en las dos primeras semanas de noviembre aunque en la tercera volvió a tener un dato más optimista. A pesar de esta mejora en el margen en los relevamientos de precios privados es esperable que el dato de noviembre se ubique por arriba del de octubre. Mirando mas hacia adelante, el anuncio de que a partir de esta semana ARCA no cobrará el anticipo del 95% del impuesto PAIS a las importaciones hace pensar que diciembre puede volver a ser un buen mes en termino de inflación dado que el abaratamiento de las importaciones que previmos para enero se adelanta para diciembre.

## Curva de Lecaps y Boncaps



Seguimos pensando que el tramo largo de la curva CER en 8,5% de TIR tiene valor a mediano plazo si continúa normalizándose la curva de bonos HD. Por otra parte durante diciembre, dado que estacionalmente es un mes donde la demanda de dinero alcanza un máximo ya que tanto empresas como familias demandan pesos para el pago de impuestos, aguinaldos y gastos de vacaciones, es esperable que los FX financieros permanezcan estables dando lugar al carry con instrumentos en pesos.

Con la última licitación se puede estimar la breakeven hasta ene-26 con el T13F6 en 2,6% de TEM y el TZXM6 en CER +8,2% de TEA, tomando los precios del mercado secundario se estima un 1,8% mensual promedio mensual entre Nov-25 y Ene-26. Para que el T13F6 quede arbitrado en la curva se proyecta una TEM de 2,4%, para eso se requiere un upside 2,9%, lo que haría caer la breakeven que estimamos a niveles parecidos al tramo de May-25 y Oct-25. Para los tramos anteriores el mercado espera una inflación promedio mensual de 2,54% para los dos últimos meses del año, de 2,08% para el tramo de Ene-25 a Abr-25 y del 1,19% de May-25 a Oct-25.



## DEUDA EN DÓLARES

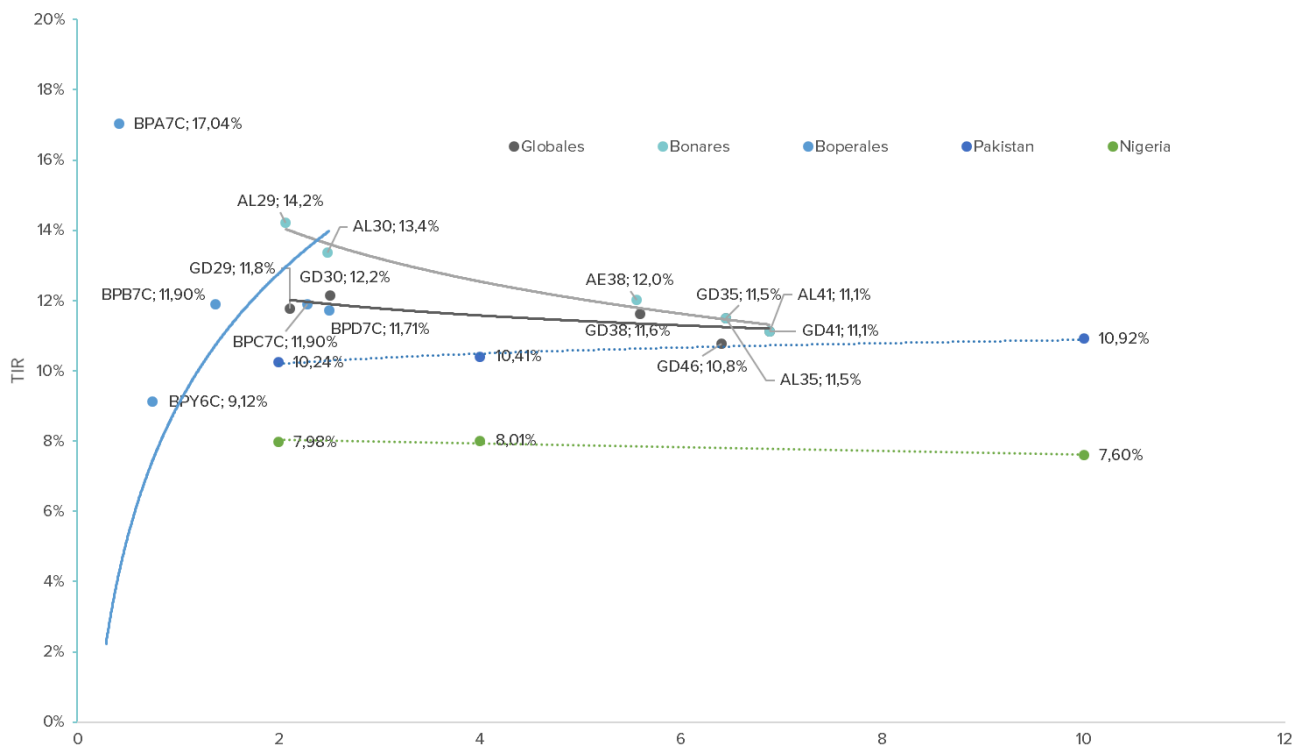
**La deuda HD termina una semana mixta con rendimientos neutros. A pesar de las buenas noticias en la semana el mercado no convalida una suba.** A qué nos referimos con buenas noticias, en primer lugar el buen desempeño del central en el MULC que termina el mes de noviembre con compras por 1.600 MM USD. Señal que debería ayudar a creer que los pagos están cada vez más asegurados. En segundo lugar se confirmó que el lunes el gobierno le compró 2.800 MM USD al BCRA para pagos de amortización de globales y bonares con lo cual cada vez están más asegurados los pagos futuros de intereses y amortización.

Finalmente, también hubo buenos datos respecto a la imagen positiva del gobierno que termina en récord en relación al primer año de gestión de otros gobiernos a pesar del fuerte ajuste fiscal. Puede ser que lo que explique la indiferencia del mercado a estos datos es que ya estaban en precio, en algún punto con el blanqueo y con el buen ritmo del BCRA en el MULC nadie dudaba del pago de vencimientos. También puede ser que el mercado esté tomando ganancia luego del fuerte rally de los últimos meses.

**El contexto internacional fue favorable para la deuda emergente que sube 1,15% medido a través del EMB de la mano de una baja en la tasa del tesoro americano a 10 años de 15 bps.** Sin embargo los títulos locales se mantuvieron ajenos a esta dinámica como viene ocurriendo a lo largo de los últimos dos meses.

Esta semana el Ministro de Economía ante los rumores de la posibilidad de un canje para los bonos 2030 salió a desmentir esta posibilidad, como también aclaro que no piensan salir a colocar deuda en los mercados internacionales durante los próximos meses. Dada la compresión de los bonos locales se rumoreaba la posibilidad de un canje para extender vencimientos de los bonos 2030 que representan alrededor de 50% de los vencimientos que caen en esta gestión.

Curva de Bonos Soberanos HD vs créditos CCC



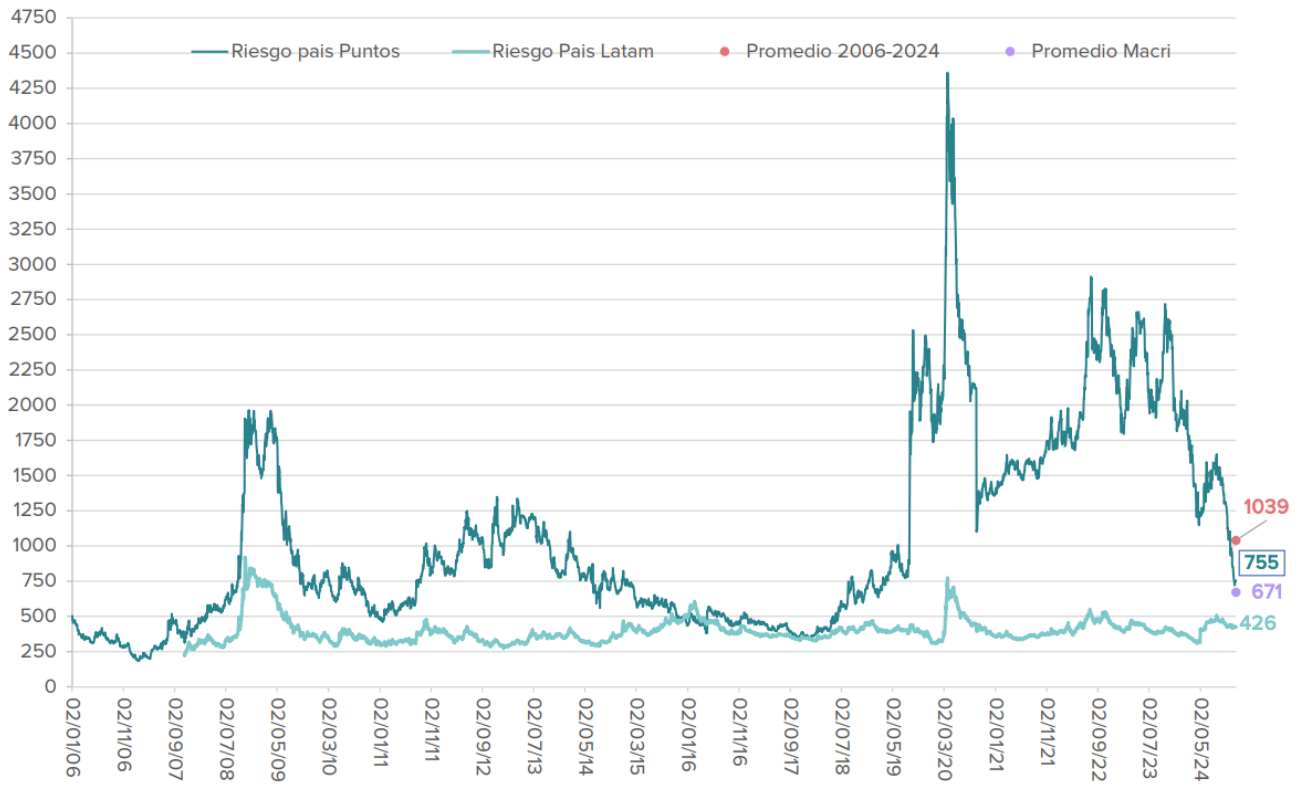
Fuente: IEB en base a Byamadata

El riesgo país se ubica actualmente en 755 pbs convergiendo al riesgo país promedio de Latam que se encuentra en 426 pbs. La curva de globales por su parte se encuentra prácticamente plana con un diferencial de rendimiento mínimo entre el tramo corto y el largo dado las mejoras en las perspectivas de repago para el año que viene. De esta forma estamos a menos de 90 pbs de llegar al promedio del riesgo país de la gestión de Macri. El factor determinante para que termine de perforar los 500 pbs seguramente será la salida del cepo cambiario. A pesar de operar con paridades en torno a USD 70 el tramo largo tiene un upside adicional de 20% en promedio si vamos a una curva flat en niveles de 9%.

Otra buena alternativa para aquellos inversores más conservadores son los bopreales serie 1A, B y C que son aquellos que pueden ser usados para el pago de impuestos contra ARCA. Estos están ofreciendo rendimientos en torno a 12% contra los créditos corporativos en 7%.



## Evolución Riesgo País Argentina vs Latam (2006-2024)



Fuente: IEB en base a LSEG

## EQUITY ARGENTINO

Durante la semana el índice de acciones argentinas tocó un nuevo máximo al alcanzar (medido en US\$ CCL) los 2.030 puntos. Este valor quedó a tan solo 170 puntos del máximo alcanzado durante la administración Macri; ajustado por inflación de EE.UU.

La suba se vió acompañada de un crecimiento significativo en el volumen negociado tanto en ADRs como en la plaza local. De días de promedio US\$150 MM (en US\$ CCL) pasamos a más de US\$500 MM negociados. Ya en el arranque de esta semana, el volumen fue cayendo lentamente a la zona de US\$250 MM. Esto podría indicar un mercado que ha perdido algo de fuerza y podría finalmente comenzar una corrección.

Más allá de que esta corrección sería esperable no sólo dentro de lo que es un mercado de renta variable, sino también por la magnitud de la suba que experimentó el índice. No obstante, nuestra visión de largo plazo es constructiva para el equity argentino y no vemos cambios sustanciales que nos lleven a cambiar como un primer objetivo, alcanzar el máximo al que llegó durante la administración Macri; 2.200 puntos.



Fuente: Bloomberg

Otro punto importante que merece destacarse es el comportamiento de los flujos, el volumen negociado venía pasando fuertemente por el sector bancos, que representaba más del 60% del total de volumen. Desde principios de noviembre notamos una rotación que se fue intensificando hacia el sector Oil & Gas. Dicha rotación alcanzó su máximo la semana pasada con dicho sector representando arriba del 60% del volumen (sólo YPF llegó a explicar el 50% del volumen operado).

Durante esta semana notamos que el flujo a Oil & Gas parece haber comenzado a descender y los bancos van recuperando lentamente hasta casi igualarse. Esto podría indicar que luego de una potencial corrección vuelva a ser el sector bancario nuevamente el beneficiado.

### La Cartera y la estrategia

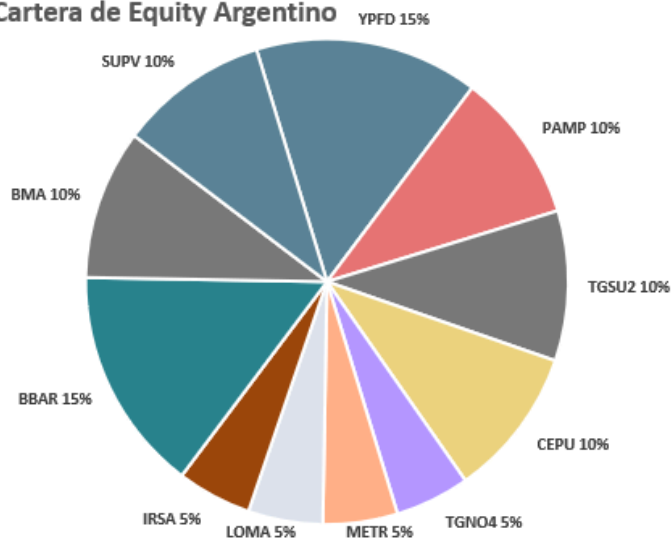
Nuestra cartera de acciones argentinas mantiene una sólida base en Oil & Gas, sector que ha probado ser muy defensivo en entornos macroeconómicos muy desafiantes como los experimentados en el período 2018-2023, pero a su vez, capturar el potencial que tiene el sector de la mano de Vaca Muerta. Dentro de dicho sector, nuestras acciones seleccionadas son YPF (YPFD), Pampa Energía (PAMP) y TGS (TGSU2).

El siguiente sector en cuanto al peso es el bancario, que si bien presenta más desafíos y mayor volatilidad (ver debajo Resultados del sector bancos), tiene un potencial de crecimiento enorme. En dicho sector nuestras acciones destacadas son BBVA Argentina (BBAR), Grupo Supervielle (SUPV) y Banco Macro (BMA).

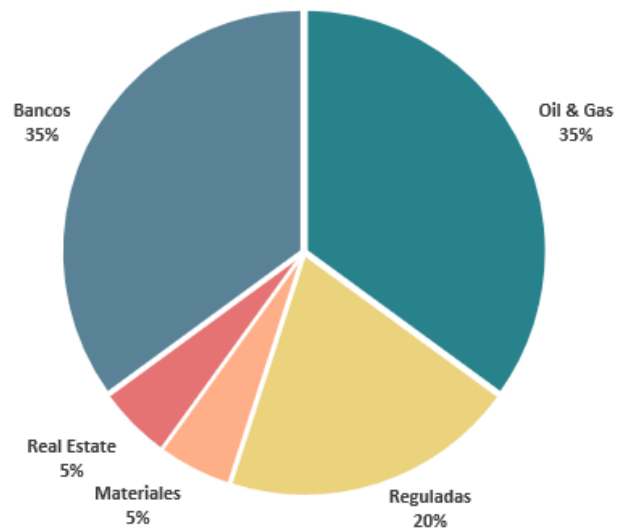
Reguladas es un sector que consideramos tiene aún recorrido por delante, nos resulta atractivo especialmente el segmento de generación: Central Puerto (CEPU), transporte de gas: TGN (TGNO4) y distribución de gas: Metrogas (METR). Dentro del segmento de distribución de gas también nos resultan atractivas Distribuidora de Gas Cuyana (DGCU2) y Distribuidora de Gas del Centro (DGCE).

Finalmente destinamos un 5% de la cartera al sector materiales dentro del cual seleccionamos Loma Negra (LOMA) y otro 5% al Real Estate sector en el que elegimos a IRSA como vehículo de inversión.

Cartera de Equity Argentino



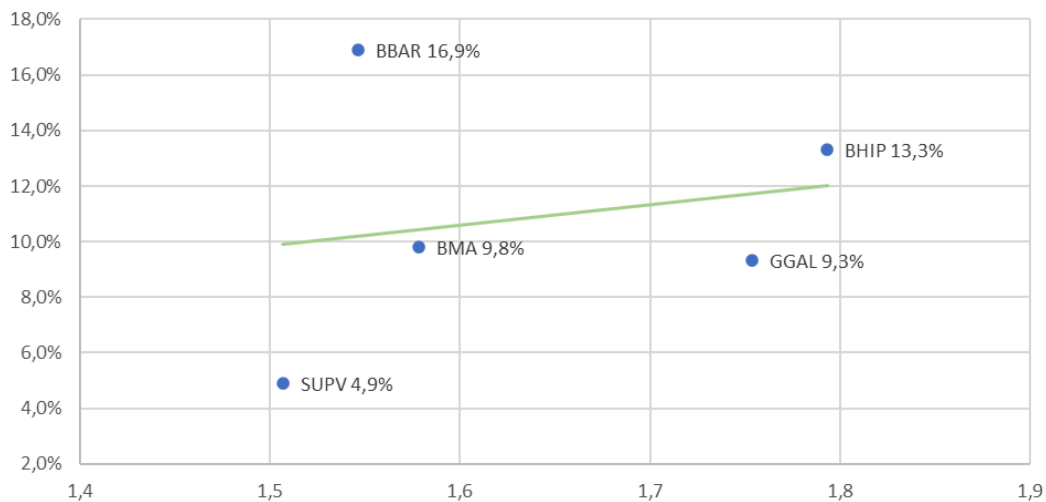
Cartera por Sector



## Resultados del sector bancos

Durante la semana terminaron de reportar los bancos, cerrando la temporada de balances del 3T24. En líneas generales era una película que esperábamos: caída en el ROE producto de menores rendimientos por la posición de títulos públicos compensada -en parte- por un menor efecto de la inflación.

ROE vs P/BV - 3T24



Fuente: IEB en base a EE.FF de los bancos y BymaData

Si uno simplemente se queda en la foto actual, la valuación de los bancos argentinos puede lucir elevada a la luz de comprables de la región -ó incluso de EE.UU.- que cotizan a múltiplos menores. Tal vez el punto a destacar y por el que creemos que existe un fundamento para convalidar estos múltiplos es el potencial de crecimiento del sector.

En ese sentido, los depósitos sobre el PIB representan un 22% y los préstamos sobre el PIB un 9%, números que son los más bajos de la región. De esta manera se observa que existe un enorme potencial de crecimiento para el sector bancario. La pregunta clave es la velocidad con la que dicho crecimiento puede ocurrir: en nuestra visión, y luego de haber analizado la evolución de los préstamos de cada uno de los bancos, comenzamos a notar que lentamente va traccionando el negocio bancario tradicional. Se observa un crecimiento de depósitos y de préstamos -notable en moneda extranjera en el caso de los primeros, incipiente en el caso de los segundos.

A nivel valuación nuestra preferencia se sigue volcando por BBVA Argentina (BBAR), seguido por Grupo Supervielle (SUPV) y Banco Macro (BMA).

## 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.