

20 de diciembre de 2024

Argentina Weekly

El Indec confirmó el crecimiento del PBI durante el tercer trimestre

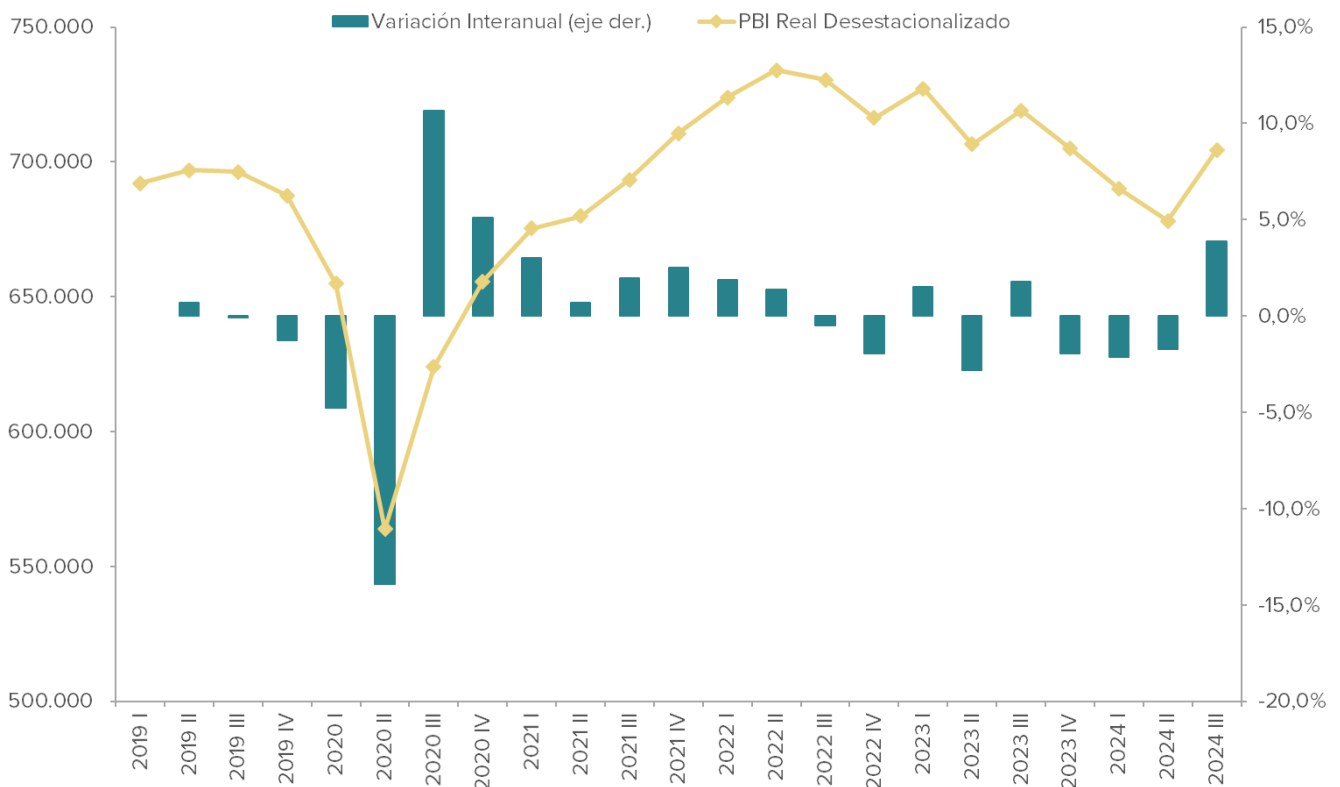
- **El gobierno festejó la publicación del dato del PBI correspondiente al tercer trimestre** dado que, en la medición desestacionalizada contra el trimestre previo, **el producto se aceleró un sorprendente 3,9%** de la mano de un crecimiento de todos sus componentes, alcanzando los niveles del cuarto trimestre del 2023, previo al inicio de la administración de LLA.
- **Además de tratarse del primer dato positivo de la gestión de Milei, tuvo repercusión por haber superado las expectativas y haberse interpretado como un primer indicio del repunte de la actividad en el cuarto trimestre, mejorando las perspectivas también para el próximo año.**
- De acuerdo con el último informe de Intercambio Comercial Argentino, **noviembre registró un superávit comercial de USD 1.234 MM**, resultado de un incremento interanual del 31,6% en las exportaciones y una contracción del 4,3% en las importaciones. **De esta forma, el superávit comercial acumulado en el 2024 alcanzó USD 17.189 MM.**
- **A pesar de la tensión cambiaria de las últimas ruedas y el mal mes que viene teniendo la deuda emergente que cae 3% medido a través del EMB la deuda local se mostró ajena a todo este contexto dado los sólidos fundamentals macro. La deuda HD avanza otro 0,8% en promedio esta semana y acumulan 2,5% en lo que va del mes.** Los bonos con legislación local suben en mayor medida y el spread de legislación tiende a cero por lo que el mercado dejó de exigir un retorno adicional a los títulos bajo ley Argentina.
- **Por el lado de los bonos en pesos, la tasa fija mostró cierta debilidad esta semana atribuible al desarme de posiciones que estaban haciendo carry, mientras que los bonos dólar linked volvieron a estar demandados debido a la ampliación de la brecha.** La presión sobre los FX financieros se dispara luego de trascendidos sobre un potencial desembolso del FMI que adelantaría la salida del cepo. Este aumento de los dólares libres erosionó gran parte de los retornos en dólares conseguidos durante las últimas semanas a través de la estrategia de carry.
- **A pesar de la corrección que experimenta el equity argentino, el S&P Merval había comenzado una semana positiva impulsada por los bancos que lo llevó a superar el máximo histórico de 2018, ubicándose por encima de los USD2.300.** Continuamos optimistas con el mercado de acciones local dado que los fundamentals siguen siendo sólidos.
- **Mantenemos nuestra estrategia de cartera con una sólida base en el sector de Oil & Gas, mientras que buscamos un mayor upside a través de nuestra posición en el sector bancario.** Seguido por Reguladas, donde esperamos buenos resultados en vista del cierre del último trimestre del año, mientras esperamos una reactivación en el sector Materiales y Real Estate.

ECONOMÍA

Cerrando el año, el Indec publicó el que posiblemente sea el último indicador económico de relevancia del 2024: la estimación del PIB correspondiente al tercer trimestre del año. De acuerdo con el informe, el PIB cayó un 2,1% en términos interanuales, producto de una contracción del 3,2% en el consumo privado, 4,0% en el consumo público y 16,8% en la inversión. A priori, podría haber sido interpretado como una mala noticia. Sin embargo, **el gobierno festejó la publicación del dato dado que, en la medición desestacionalizada contra el trimestre previo, el producto se aceleró un sorprendente 3,9% de la mano del crecimiento de todos sus componentes y alcanzando los niveles del cuarto trimestre del 2023, previo al inicio de la administración de LLA.**

El dato representa el mayor crecimiento del producto desde el cuarto trimestre del 2020, con la recuperación post pandemia. Dicho crecimiento del producto llegó de la mano de un **incremento en todos los componentes de la demanda** con respecto al segundo trimestre del 2024: el consumo privado creció 4,6%, el público 0,7%, la inversión 12,0%, y las exportaciones 3,2% (aunque las importaciones crecieron 9,1%).

PBI Real Desestacionalizado y variación interanual



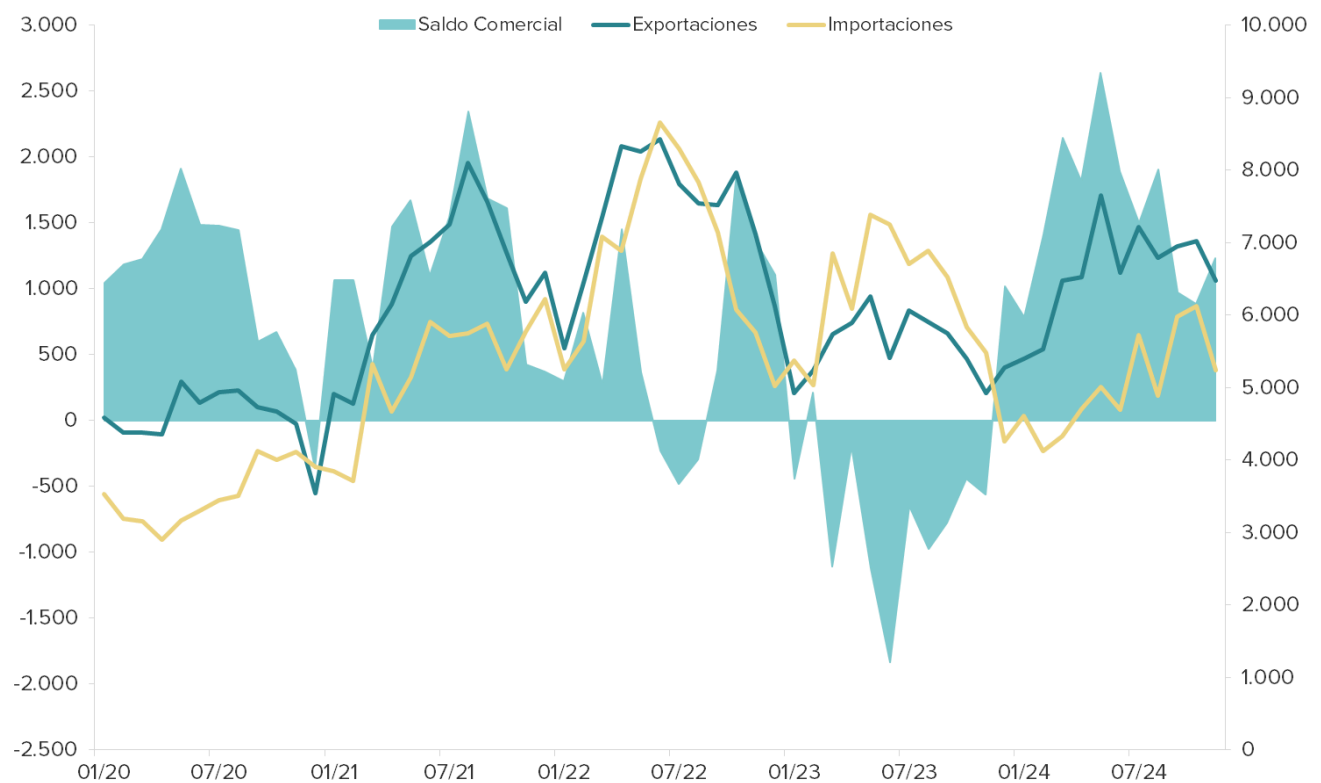
Fuente: IEB en base a Indec

En el desagregado interanual por sectores no se encuentran sorpresas, **siendo los principales beneficiados a lo largo del año los sectores relacionados con actividades primarias, mientras que los sectores ligados a la industria fueron los más golpeados.** En particular, el agro registró un incremento en su producto bruto del 13,2% con respecto a igual período del año anterior, con explotación de minas y canteras también registrando un crecimiento importante del 6,6%. En el otro extremo encontramos a la construcción, con una contracción del 14,9% explicada por el freno a la obra pública, acompañado también del comercio mayorista y minorista y la industria manufacturera, con contracciones del 6,1% y 5,9% respectivamente.

Además de tratarse del primer dato positivo de la gestión de Milei, tuvo repercusión por haber superado las expectativas y haberse interpretado como un primer indicio del repunte de la actividad en el cuarto trimestre, mejorando las perspectivas también para el próximo año. Según el último REM el PIB iba a crecer un 3,4% en el tercer trimestre, y la expectativa para el crecimiento del 2025 es del 4,2%, neutralizando por completo la caída del 3,0% esperada para el 2024.

Resulta interesante además el comportamiento de las exportaciones netas dentro del PIB. En la comparativa interanual las exportaciones presentaron una variación positiva del 20,1%, mientras que las importaciones se contrajeron un 11,7%, comportamiento lógico dada la contracción del producto. Por otro lado, en la medición desestacionalizada **las exportaciones crecieron 3,2% frente al 9,1% de las importaciones**, nuevamente un **comportamiento lógico dada la mayor elasticidad ingreso de las importaciones y la economía en recuperación**.

Balanza Comercial 2020-2024 (en USD MM)



Fuente: IEB en base a Indec

Más allá de la recuperación de la actividad, la cual viene acompañada de una recomposición de las importaciones, la balanza comercial ha resultado superavitaria a lo largo del año sin grandes escollos, revirtiendo el déficit de USD 6.873 MM registrado en 2023. **Será fundamental que dicho superávit comercial se sostenga durante 2025 para continuar acumulando divisas y engrosar las reservas del BCRA.**

De acuerdo con el último informe de Intercambio Comercial Argentino, **noviembre registró un superávit comercial de USD 1.234 MM**, resultado de un incremento interanual del 31,6% en las exportaciones y una contracción del 4,3% en las importaciones. Al igual que en el PIB, **el protagonista fue el sector agropecuario**, con los productos primarios registrando un incremento en su valor exportado del 56,9%, y las manufacturas de origen agropecuario del 55,1%. Por el lado de las importaciones se destaca la caída en la importación de combustibles y lubricantes. **De esta forma, el superávit comercial acumulado en el 2024 alcanzó USD 17.189 MM.**

DEUDA EN PESOS

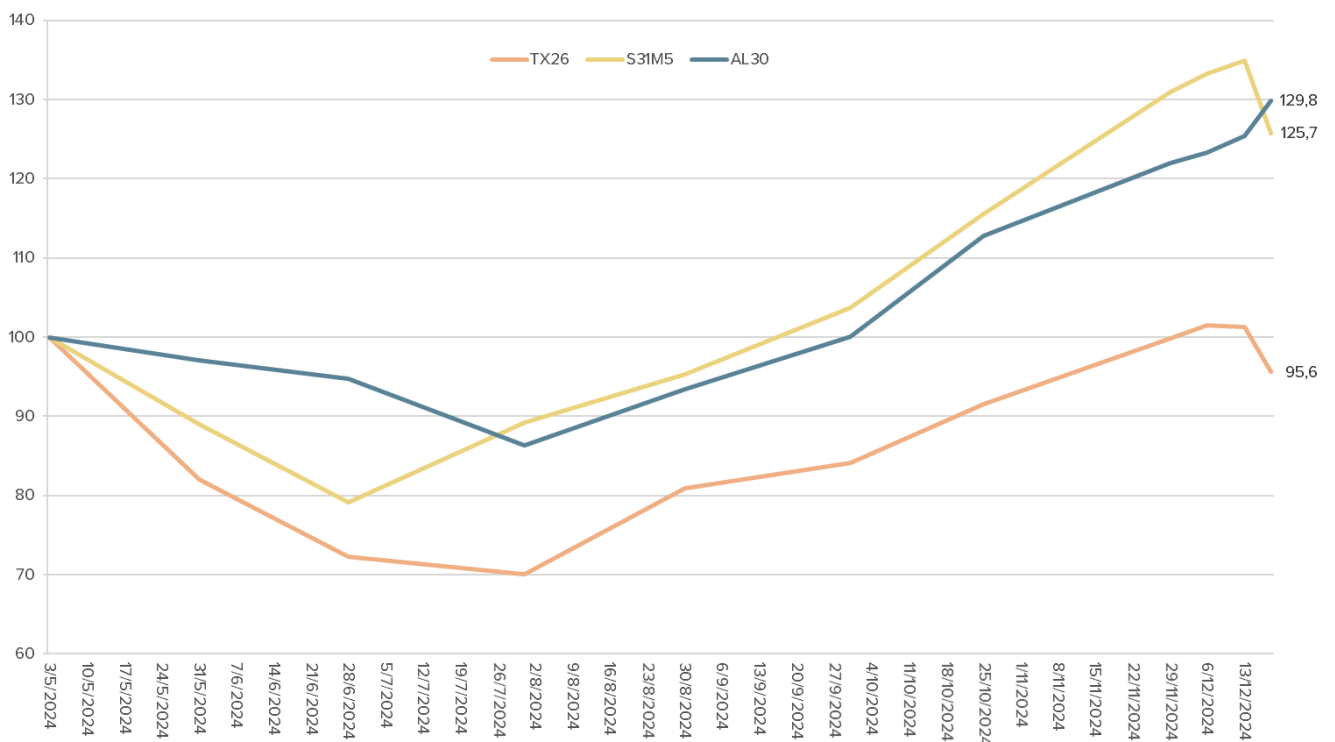
Las Lecaps y Boncaps comprimieron luego del buen dato de inflación de la semana pasada, el cual fue menor a lo que esperaba el mercado, se puede observar que el tramo largo de la curva alcanzó una suba del 5%, mostrando una curva que tiene implícita la inflación proyectada en el presupuesto. Por otro lado para fines de la semana pasada y al principio de esta se vio una corrección que podría deberse a la reacción del mercado por la fuerte suba del CCL, que provoca el desarme de las posiciones en pesos de aquellos que se encontraban haciendo carry. Actualmente los boncaps diciembre y febrero operan con TEMs en torno a 2,35%.

Los bonos dólar linked volvieron a estar demandados debido a la ampliación de la brecha. Subieron 3% en promedio con los títulos más largos acaparando las mayores subas pasando a operar con TIRs por debajo de DL+8%.

Los dólares financieros se despertaron, con subas de 7,5% y 8,5% en el CCL y MEP respectivamente en las últimas dos semanas. La presión sobre los FX financieros se dispara luego de trascendidos sobre un potencial desembolso del FMI que adelantaría la salida del cepo. Este aumento de los dólares libres erosionó gran parte de los retornos en dólares conseguidos durante las últimas semanas a través de la estrategia de carry.

Específicamente, la suba de los FX que comenzó el viernes pasado borró los retornos del último mes y medio de aquellos posicionados en instrumentos en pesos.

Carry con TX26 y S31M5 vs AL30 (Base 100= 3/5/24)

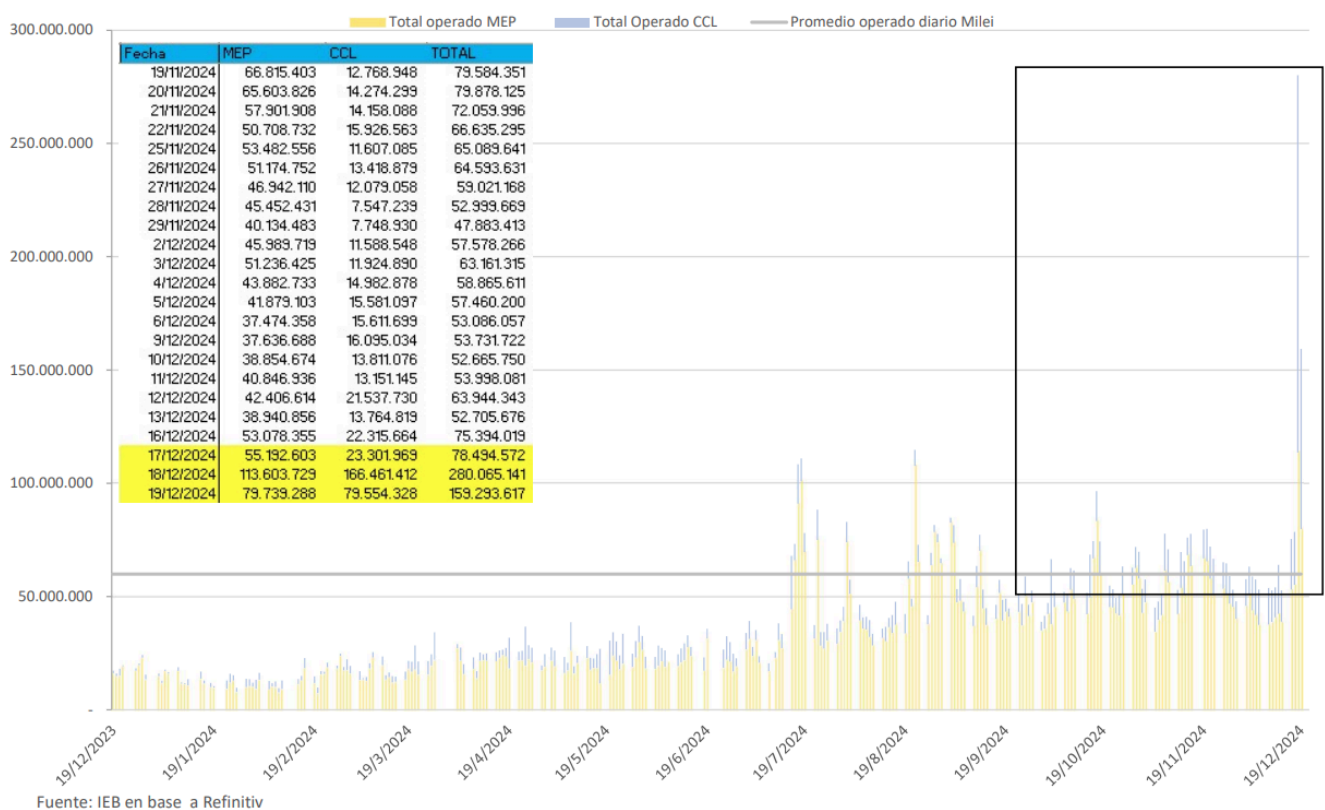


Fuente: IEB en base a BymaData

En este contexto, en cual los dólares financieros están al alza, es importante recalcar la fuerte intervención que tuvo el central en la rueda del miércoles en la cual el CCL llegó a estar 3% arriba y sobre el final de la rueda donde apareció la autoridad monetaria el CCL recortó la suba en 2% cerrando apenas 1% arriba.

Estimamos a través de los volúmenes operados de AL30 y GD30 en Byma PPT + 1 que la intervención en la rueda del miércoles estuvo en el orden de los USD 200 MM teniendo en cuenta el volumen promedio de las ruedas previas (USD 70 MM). En la jornada de ayer si bien la presencia del central volvió a notarse, la intervención fue de menor magnitud y los FX financieros cerraron a la baja.

Volúmen operado en MEP y CCL (desde 19/12/23)



Con respecto a los **Bonos CER** vemos que al contrario de lo que podría esperarse luego del dato de inflación no mostraron debilidad, arbitrandose con los bonos HD en un contexto donde se espera una salida del cepo, provocando que terminen convergiendo a un nivel de TIR similar.

En relación a la breakeven, esta pricea una inflación en línea con el presupuesto 2025 por lo que si bien puede quedar una compresión adicional del tramo largo dado que opera con una TEA en torno a 32%, la compresión es cada vez menor y necesita que los CER sigan comprimiendo. Actualmente preferimos acortar duration en la curva de tasa fija dado que la inflación breakeven parece baja para la primera parte del 2025 y preferimos devengar una TEM de 2,7% que ofrecen los títulos cortos.

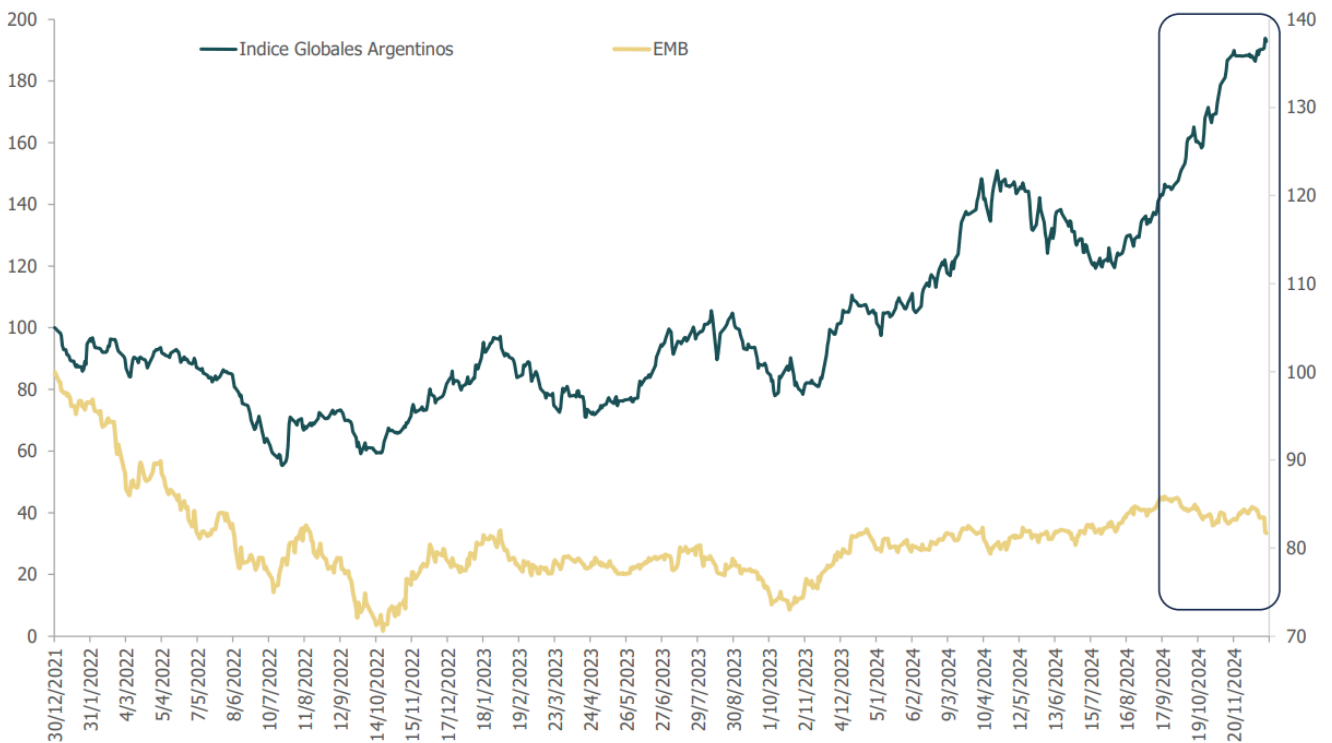
DEUDA EN DÓLARES

La deuda HD avanza otro 0,8% en promedio esta semana y acumulan 2,5% en lo que va del mes. Los bonos con legislación local suben en mayor medida y el spread de legislación tiende a cero por lo que el mercado dejó de exigir un retorno adicional a los títulos bajo ley Argentina. De esta forma el riesgo país ya se ubica en torno a 670 pbs, un nivel similar al promedio de la gestión de Macri, si bien en los años en los que no hubo cepo este se ubicó por debajo de los 500 pbs.

Este último impulso de las paridades se da en medio de declaraciones de funcionarios tanto del gobierno como del FMI que se está negociando un nuevo acuerdo que implicaría fondos frescos y que se cerraría durante el primer cuatrimestre del 2025. Además trascendió que el desembolso del fondo podría alcanzar los USD 26.000 MM lo que permitirá adelantar la salida del cepo.

A pesar de la tensión cambiaria de las últimas ruedas y el mal mes que viene teniendo la deuda emergente que cae 3% medido a través del EMB, la deuda local se mostró ajena a todo este contexto dados los sólidos fundamentals macro. Esta semana se conoció el resultado fiscal de noviembre que mostró un nuevo superávit financiero y la inflación mayorista que si bien aceleró levemente respecto al mes anterior sigue ubicándose por debajo de la minorista.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base LSEG.

Por otro lado, el 9 de enero se pagan intereses y amortización que suman USD 4.100 MM de los cuales es esperable que una parte se reinvierta. Si tenemos en cuenta que este monto representa aproximadamente un 5% del outstanding de los bonos HD, el efecto potencial sobre las paridades de los títulos no es menor.

Creemos que para un inversor conservador los Bopreales se presentan como una gran opción frente a los globales dado que vencen durante la actual administración y al tener el put contra ARCA los hace menos volátiles frente a la dinámica de las reservas. **El Bopreal Serie 1A particularmente rinde 6% directo en dólares a abril del año que viene lo que anualizado nos deja con un rendimiento en torno 19%.**

Si bien quienes no lo usen para el pago de impuestos seguramente tendrán que venderlo con algún descuento en el secundario consideramos que este sería mínimo dado el tamaño relativamente acotado del outstanding del bono (USD 1000 MM) frente a los montos de impuestos a recaudar en el 2025 sustancialmente mayores. Solo Ganancias podría alcanzar entre USD 15.000 y 20.000 MM por lo que la demanda del Bopreal debería ser lo suficientemente grande para que el descuento en el secundario no sea significativo.

El upside de los soberanos HD en caso de ir a una curva en 9% de TIR, que se corresponde con un nivel de riesgo país en torno a 500 bps, sigue siendo atractivo. El siguiente ejercicio está simulado a abril del próximo año, si extendemos el análisis hacia finales del 2025 el upside es aún mayor.

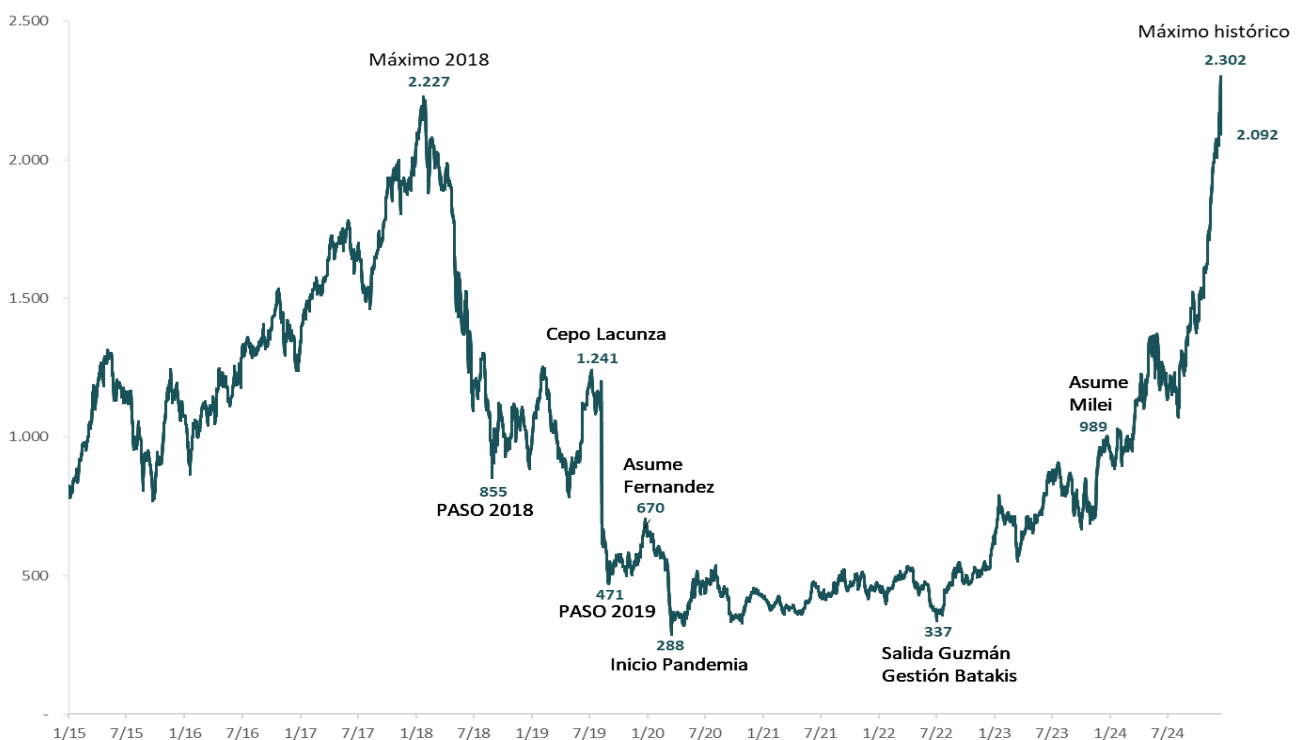
Upside bonos hard dollar (cobrando cupones y amortización de enero 25)

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	12,1%	73,9	5,3%	75,5	7,2%	77	9,1%
GD29	11,6%	73,9	3,6%	75,5	5,5%	77	7,4%
AL30	12,2%	69,4	5,1%	72	8,7%	73,8	11,1%
GD30	11,9%	69,4	4,3%	72	7,7%	73,8	10,2%
AL35	11,6%	69,5	6,3%	73,8	12,7%	78	19,0%
GD35	11,4%	69,5	5,1%	73,8	11,4%	78	17,6%
AE38	11,8%	73,8	6,7%	77,6	12,0%	78	12,5%
GD38	11,5%	73,8	5,3%	77,6	10,6%	78	11,1%
AL41	10,9%	64	2,2%	68,5	9,2%	72,7	15,7%
GD41	10,9%	64	2,9%	68,5	9,9%	72,7	16,5%
GD46	10,5%	64,5	0,3%	68,3	5,8%	72,8	12,4%

EQUITY ARGENTINO

La semana comenzó con buenas noticias para el equity, con el S&P Merval superando el máximo histórico alcanzado durante el rally de 2018 en los USD 2.227 (ajustado por inflación de EE.UU. y al CCL), cerrando por encima de los USD 2.300. Principalmente, dicha suba se vió fuertemente influenciada por una suba de más del 10% en la mayoría de los bancos argentinos, así como también por una fuerte suba en las acciones de Transener tras conocerse que el Estado argentino pone a la venta su participación accionaria en la compañía.

S&P Merval (en USD CCL y ajustado por inflación de EE.UU.)



Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

Luego de alcanzar un nuevo máximo, el índice de acciones argentinas comenzó un proceso de corrección tras la suba que experimentaron los FXs en la semana, a lo que se sumó durante la rueda del miércoles la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de bajar la tasa de referencia en 25 bps, aunque lo que creemos que tuvo el mayor impacto tanto en el mercado local como internacional fueron las dudas sobre las políticas que implementaría la próxima administración, así como también un sendero de recorte de tasas más lento del esperado, anticipando menos recortes durante 2025, lo que llevó a una baja generalizada en la renta variable.

No obstante, creemos que es una corrección esperable en un mercado de renta variable, más aún si tenemos en cuenta los retornos en dólares que vienen experimentando las acciones argentinas desde principio de año. Por lo que, **continuamos con una visión optimista sobre el equity local dado que creemos que los fundamentals siguen siendo sólidos:** la inflación continúa su sendero de desaceleración, el BCRA continúa manteniendo un buen ritmo de compras en el MULC durante el mes, el superávit primario y financiero se sostuvo también en noviembre, lo que demuestra que la relajación de las restricciones cambiarías se encuentran cada vez más cerca.

Situación que lleva a una compresión en los rendimientos de la deuda soberana, y por ende, también del riesgo país.

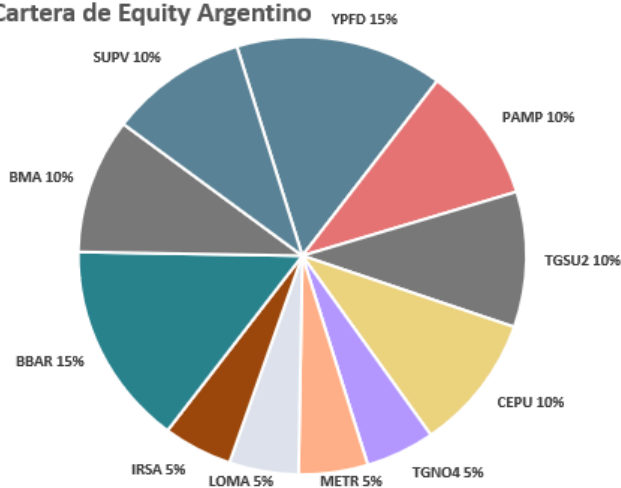
Cartera y estrategia

A pesar de la baja generalizada que experimenta el equity argentino, mantenemos nuestra estrategia de mantener una sólida posición en Oil & Gas, dado que creemos que es un sector que va a estar presentando un buen resultado en el 4T24, principalmente impulsado por una mayor producción, lo que creemos va a estar compensando la caída en los precios realizados tras la contracción en los precios internacionales del crudo.

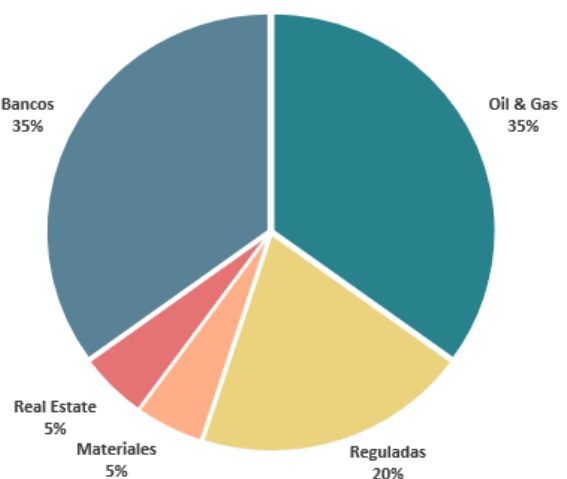
Por otro lado, también nos parece acertado mantener una fuerte posición en el sector bancario, dado que es un sector con potencial de crecimiento a medida que las diferentes líneas de crédito comienzan a mostrar crecimiento, ayudando a compensar la caída en el ROE, el cual esperamos haga piso en el último trimestre del año.

En Reguladas mantenemos el 20%, dado que van a continuar experimentando un incremento en los ingresos así como también una mejora en el capital de trabajo tras los incrementos tarifarios que recibieron a lo largo del año. Mientras que el 10% restante lo continuamos destinando a Materiales (LOMA) y Real Estate (IRSA), con expectativas de una mejora en los créditos hipotecarios y la obra privada que mejoren los ingresos de ambas compañías, así como también un incremento del nivel de actividad que lleve a un mayor consumo en los centros comerciales.

Cartera de Equity Argentino



Cartera por Sector



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

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

PEDRO AFFLITTO

Analista - Renta Fija

pafflitto@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Equity Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

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.