

10 de enero de 2025

Argentina Weekly

La baja del “crawling”: a la espera del dato de inflación

- **El IPCBA registró un aumento del 3,3%.** Tomando las variaciones porcentuales de dicho índice y aplicando los ponderadores del IPC, **podríamos proyectar una inflación nacional de 2,9%.**
- Tan o más trascendente que la proyección del IPC mediante el IPCBA, son las expectativas de inflación, que pueden seguirse mediante el **REM** elaborado por el BCRA. **En su reciente publicación, la inflación esperada para diciembre es de 2,7%.**
- **El Presidente ha declarado que si repiten tres datos en torno al 2,5% el BCRA reduciría el ritmo del “crawling” del 2% al 1%. Por lo tanto, dado que la inflación de octubre fue de 2,7% y la de noviembre de 2,4%, es crucial que la inflación de diciembre sea más próxima a 2,5% que a 3,0% para que el BCRA más temprano que tarde tome dicha decisión de política cambiaria.**
- **Los bonos HD en las primeras ruedas del año mostraron un buen desempeño subiendo casi 3% en promedio, impulsados por la noticia del REPO que estructuró el central sumado a las expectativas de reinversión de los cupones y amortizaciones de los bonos soberanos.** La misma dinámica se vio en los bopreales, particularmente los strips de la Serie 1 que subieron 2,85% en estas primeras ruedas del 2025.
- **Con respecto a la deuda en pesos en las primera ruedas de esta semana y como era esperable siguió la compresión de las letras y bonos a tasa fija de la mano de menores expectativas de inflación.** Sin embargo, ayer se conoció el dato de inflación de CABA que sorprendió al alza, haciendo que la curva de tasa fija corrigiera en el tramo medio y el resto de la curva opera con cierta debilidad. **Los bonos CER cortos acompañaron la compresión de la tasa fija, mientras que los más largos también comprimieron fuertemente y ya operan en niveles de CER+8% a medida que los bonos HD también comprimen sus TIRs.**
- **Luego de una leve corrección en las acciones argentinas, el S&P Merval continúa su camino ascendente apuntalado por un sector bancario que continúa liderando las subas.** Tras el tremendo “rally” que han tenido los bancos argentinos surge, naturalmente la pregunta, ¿existe aún potencial de suba para el sector? Creemos que sí y realizamos un recorrido por las razones y fundamentos por los que creemos que esto es así.
- **En cuanto a la cartera, la mantenemos sin modificaciones hasta el momento,** con la mayor ponderación en Oil & Gas (35%), Bancos (35%) y reguladas (20%), dado que creemos que siguen siendo los sectores con mayor potencial para este 2025.

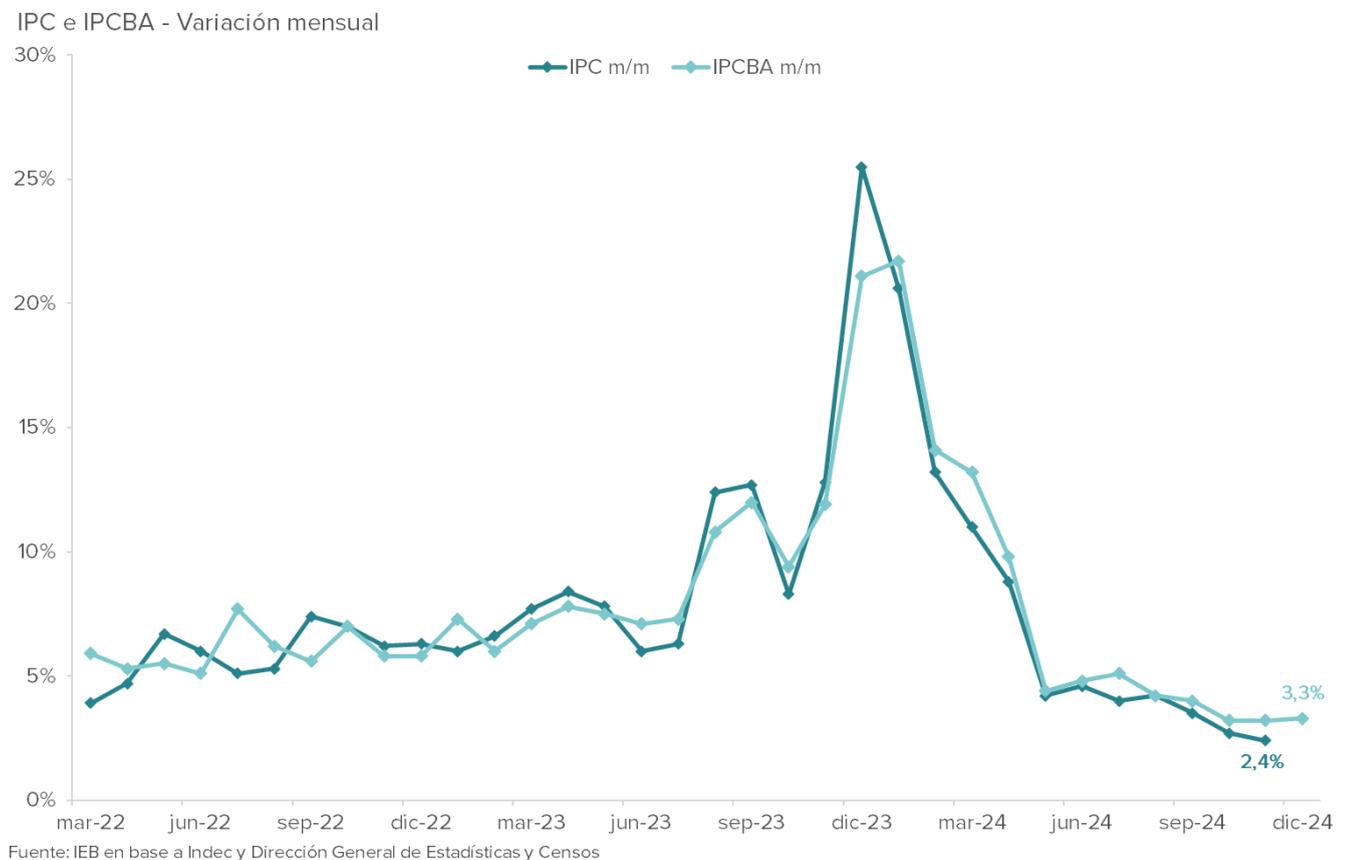
ECONOMÍA

Previo a que el INDEC publique su IPC nacional, el Instituto de Estadística y Censos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (IDECBA) dio a conocer su medición de la inflación correspondiente a diciembre, mediante el **IPCBA**. Dicho índice, **registró un aumento del 3,3%, particularmente impulsado por los incrementos en los servicios (4,2%)**, dentro de los cuales se destacaron los aumentos en los seguros y servicios financieros (5,8%) y los servicios ligados a restaurantes y hoteles (5,2%). **Por el lado de los bienes, el incremento fue inferior (1,9%)**.

Dado que el IPCBA se publica antes que el IPC del INDEC, se lo suele utilizar para intentar estimar el dato a nivel nacional, tomando las variaciones porcentuales de dicho índice y aplicando los ponderadores del IPC. Realizando dicho ejercicio, **podríamos proyectar que la variación que publique el INDEC de su IPC se aproxime a 2,9%**.

De confirmarse una variación del orden del 2,9% podría demorarse la reducción del “crawling”, dado que el Presidente ha declarado que en la medida que se confirmen tres lecturas de inflación (IPC) en torno al 2,5% el BCRA reduciría el ritmo del “crawling” del 2% al 1%. En ese sentido, a partir de octubre la inflación perforó el piso del 3%, con una variación del 2,7% y en noviembre del 2,4%. Una variación del 2,9% en diciembre podría afectar temporalmente la tendencia de desaceleración, **aunque es sabido que la inflación en diciembre es impulsada por un efecto estacional**.

Más allá que las variaciones mensuales de ambos índices no coincidan mes a mes, en el siguiente gráfico puede apreciarse que su correlación en términos de tendencia es indudable.

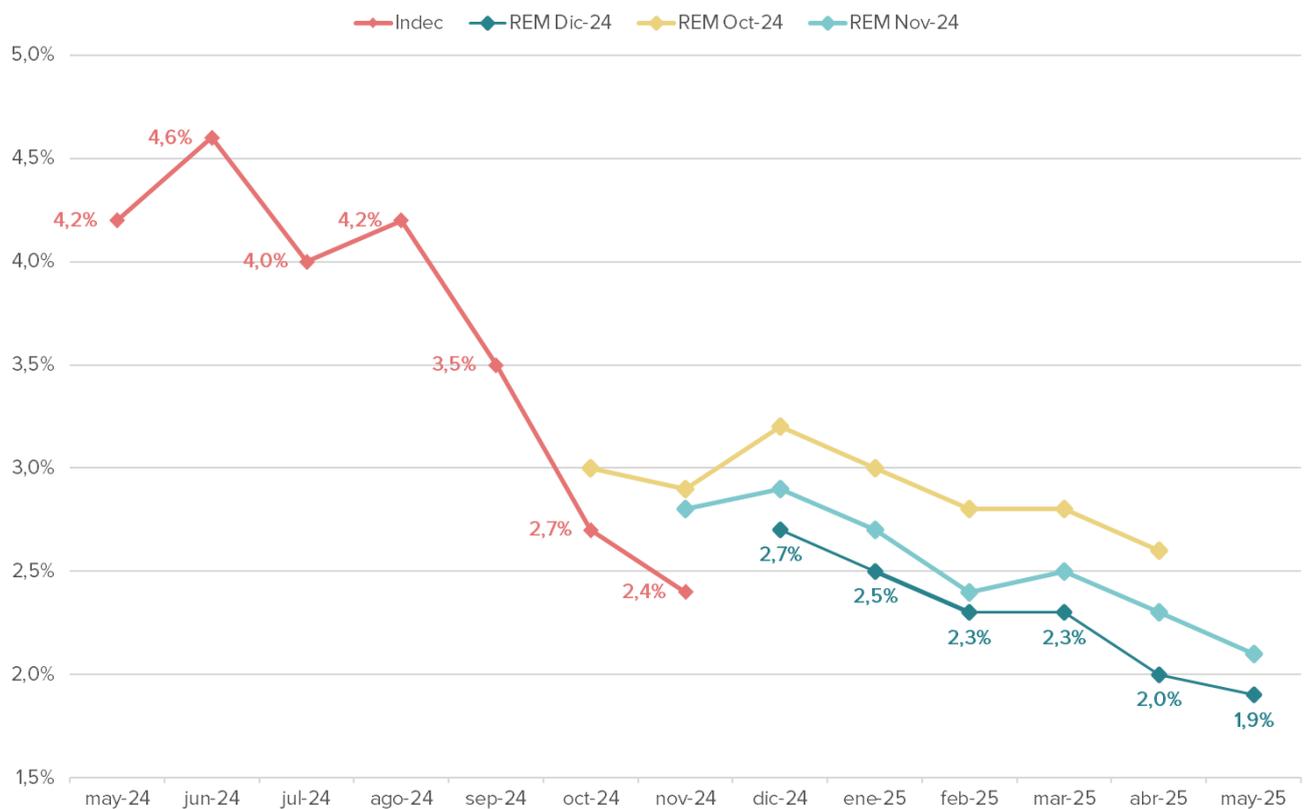


Tan o más trascendente que la proyección del IPC que se pueda realizar mediante el IPCBA, es el comportamiento de las expectativas de inflación, las cuales pueden seguirse mediante el **REM** (Relevamiento de Expectativas de Mercado), elaborado por el BCRA.

En su reciente publicación del 7 de enero, correspondiente a diciembre, **la inflación esperada para diciembre es de 2,7%**. Dicha **variación nos permitiría ser optimistas para que el BCRA reduzca en forma más temprana el ritmo del “crawling”**.

En lo que respecta al año 2025, las expectativas del REM reflejan una evidente tendencia a la baja de la inflación para los primeros meses del año, estimando a la inflación de 2025 en 25,9%, sustancialmente por debajo a la registrada durante el año pasado.

Inflación vs REM



Fuente: IEB en base a Indec y BCRA

Tengamos en cuenta que al momento de ser presentado el proyecto del Presupuesto 2025, el mismo incluyó una estimación de inflación del 18,3%. Para aproximarnos a dicho valor, es necesario reducir el ritmo del “crawling”, dado que el mismo retroalimenta al comportamiento de la inflación. En dicho contexto, cobra gran importancia, si la variación del IPC de diciembre se aproxima más al 2,5% o al 3,0% para que el BCRA más temprano que tarde pueda avanzar con dicha decisión crucial de política cambiaria.

DEUDA EN DÓLARES

Los bonos HD en las primeras ruedas del año mostraron un buen desempeño subiendo casi 3% en promedio, impulsados por la noticia del REPO que estructuró el central sumado a las expectativas de reinversión de los cupones y amortizaciones de los bonos soberanos. La misma dinámica se vio en los bopreales, particularmente los strips de la Serie 1 que subieron 2,85% en estas primeras ruedas del 2025.

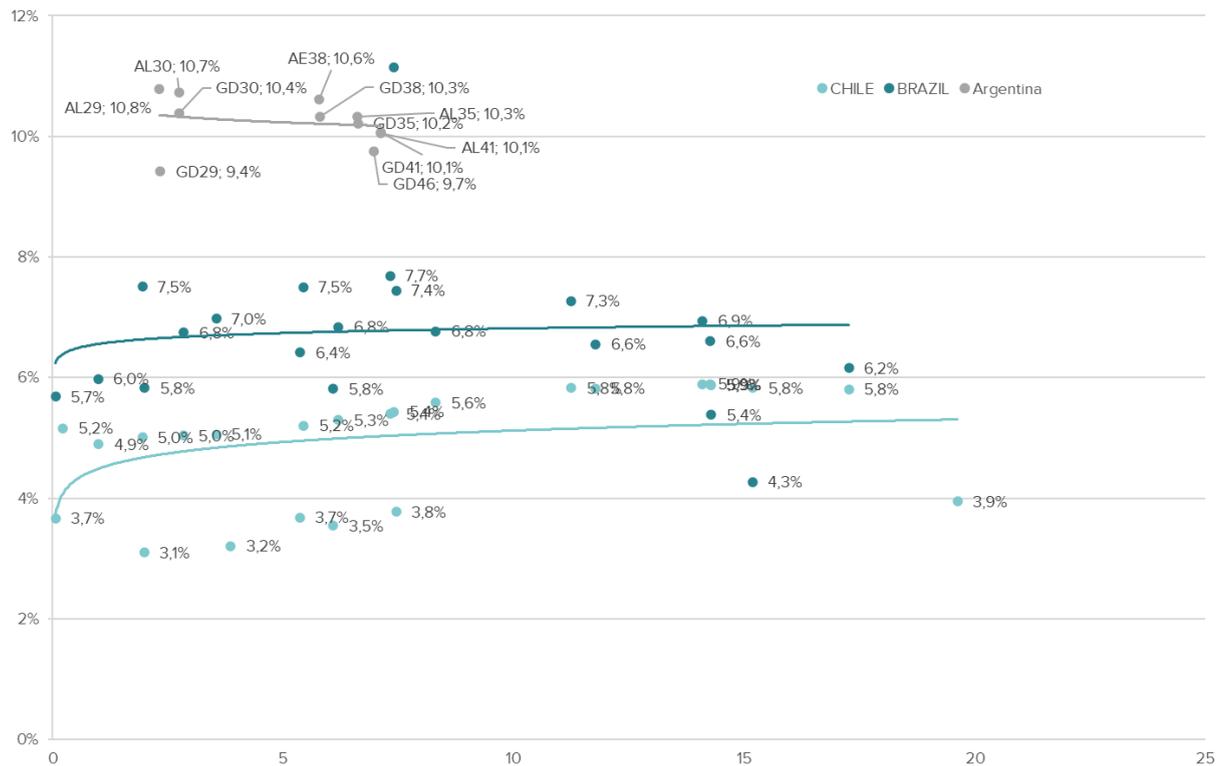
El REPO con los bancos privados se estructuró por USD 1.000 MM por un plazo de 2 años y 4 meses. La tasa a la que la autoridad monetaria logró financiarse brindó una gran señal para los bonos locales ya que se ubica por debajo de la curva soberana. La tasa efectiva del REPO es de 8,8% mientras que los bonos comparables en duration operan en torno a 10%. Existieron rumores de que se podría llevar a cabo otra operación similar antes de que termine enero, dado que las ofertas en la primera operación alcanzaron los USD 2.850 MM.

Esta semana se pagaron los vencimientos de bonares y globales que suman USD 4.354 MM, de los cuales USD 3.500 MM aproximadamente corresponden al sector privado y USD 850 MM se encuentra intra sector público (casi un 20% del total). La reinversión podría tener un impacto significativo en las paridades dado que representan casi un 7% del outstanding. Este efecto lo veremos en buena medida el viernes dado el feriado de Estados Unidos que impide girar los dólares al exterior. Existen estimaciones que indican que aproximadamente el 55% de lo cobrado por privados será de inversores en el extranjero.

Es en este contexto que la curva opera plana en niveles de 10% con el riesgo país casi en 560 pbs. Como venimos mencionando los bonos todavía tienen espacio para seguir comprimiendo tasas (proyectamos un upside entre 20% y 30% en dólares para este año). El riesgo país Latam en promedio se ubica en 430 pbs, todo esto en un año en que se espera que la FED continúe el proceso de baja de tasas.

En estos niveles de riesgo país se está muy cerca de poder volver a los mercados internacionales y refinanciar los vencimientos de julio. Por otra parte Milei confirmó que de conseguir entre USD 11.000 MM y USD 12.000 MM ya sea de privados o del FMI, se podría salir del cepo.

Curva soberanos Argentina vs Brasil y Chile



Fuente: IEB en base a Bloomberg

DEUDA EN PESOS

Con respecto a la deuda en pesos esta semana y como era esperable siguió la compresión de las letras y bonos a tasa fija. En parte explicado por la entrevista que brindó milei a radio Mitre, en donde mencionó que iba a bajar el crawling peg al 1% si la inflación gira en torno al 2,5% en Diciembre y quitarlo completamente de percibir una inflación en torno al 1,5% durante tres mes. Alineado con lo que mencionamos se encuentra el esperanzador dato que dio el IPC Online (IPC de Bahía Blanca) y los datos de alta frecuencia publicados. Sin embargo, ayer se conoció el dato de inflación de CABA que sorprendió al alza, haciendo que la curva de tasa fija corrigiera en el tramo medio y el resto de la curva opera con cierta debilidad.

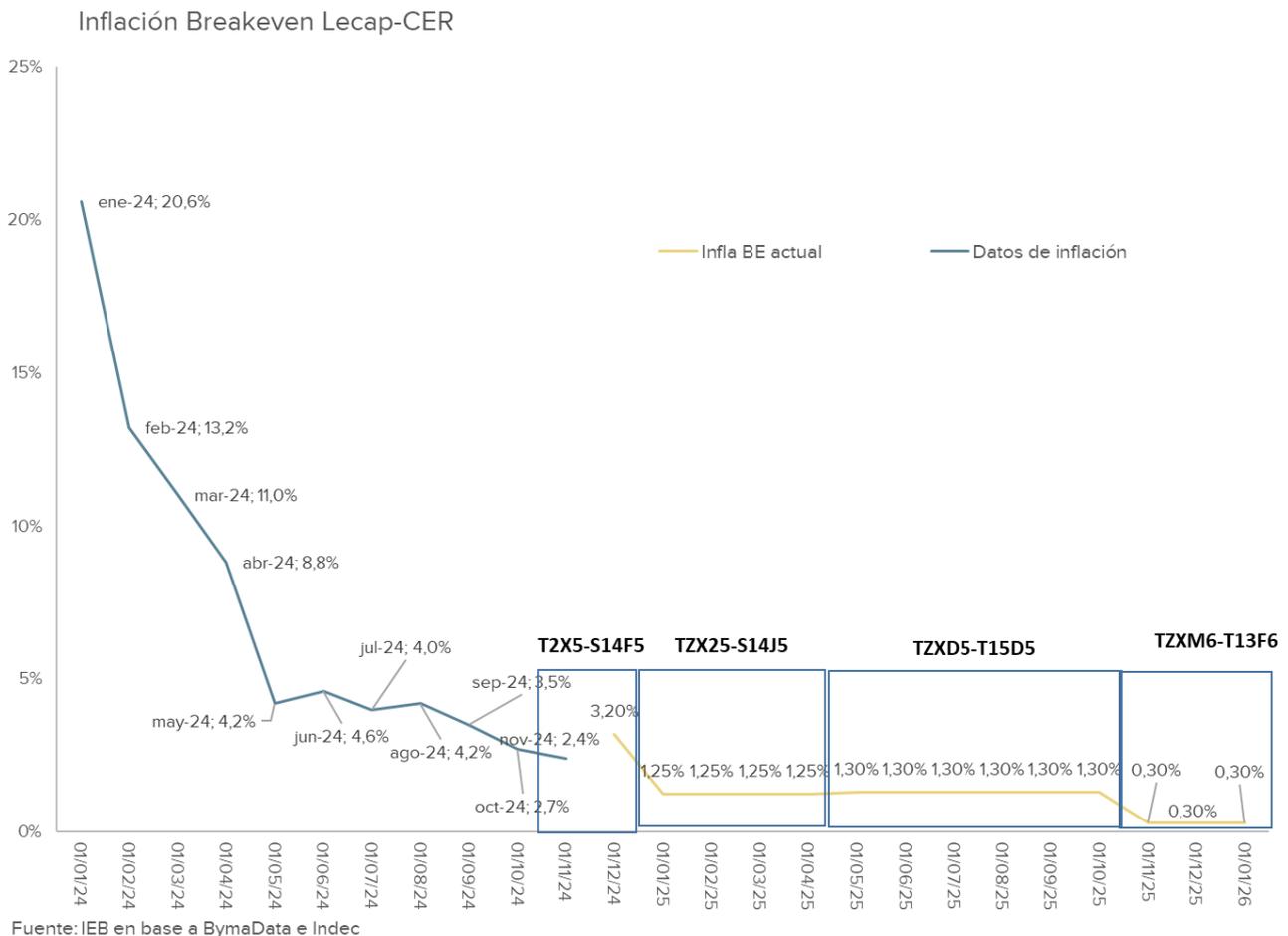
Los bonos CER cortos acompañaron la compresión de la tasa fija, mientras que los más largos también comprimieron fuertemente y ya operan en niveles de CER+8% a medida que los bonos HD también comprimen sus TIRs.

A la espera de la baja del crawling peg se prevé una baja de tasas, que acorde a lo publicado por el REM, en el primer trimestre del año sería del 5% de TNA. Para ello hicimos un ejercicio en el cual mostramos el posible upside que aún queda en la curva de tasa fija.

Upside frente a una baja de tasas de 5% TNA				
	Precio Actual	Precio Estimado	Upside TNA 5%	TEM de salida
S16A5	121,37	123,48	1,74%	1,94%
S12S5	133,999	138,7	3,51%	1,71%
T17O5	130,8	135,7	3,75%	1,73%
T13F6	110,4	115,86	4,95%	1,72%

En este escenario nos resulta relevante hablar del posible efecto secundario que tenga esta baja de tasas en los bonos CER más largos donde vemos que dado la mayor duration, puede llegar a comprimir en mayor medida y es aquí donde también vemos valor.

En otro orden de ideas podemos remarcar que la inflación BE está bastante alineada a lo que se proyectaba en el presupuesto 2025, que recordamos era de un 18% y actualmente vemos la inflación BE en 15,7%. Por este motivo si observamos los bonos de renta fija y CER vemos que se encuentran muy arbitrados en la actualidad.



Como era de esperar para fin de año se vio una suba en la caución, venta de Lecaps y a los bancos tomando pesos del BCRA vía pasas activos, por la necesidad de liquidez estacional de Diciembre. Esta falta de liquidez en pesos que se sintió en Diciembre nos hace pensar en dos alternativas para solucionarlo que tendría a nuestro entender el gobierno, ya sea agrandando el límite de base monetaria amplia que está en \$47,7 BB, que nos

llevaría a una meta que planteó el gobierno que es avanzar con la dolarización endógena resignando la dinámica de las tasas cortas o mediante la monetización en la moneda local.

En este contexto nos preguntamos sobre la capacidad del Tesoro de rollear vencimientos en pesos en las próximas licitaciones, asumiendo que se mantiene fija la base monetaria amplia. Resulta importante resaltar que los depósitos en pesos del Tesoro en el banco central son de apenas \$6 BB por lo que el margen para no renovar vencimientos es cada vez menor. En este sentido enero se presenta como un mes desafiante dado que concentra vencimientos por un total de \$ 15,8 BB explicados en gran medida por el dual TDE25 (\$11,26 BB)

Cabe resaltar que el Ministerio de Economía dio a conocer el cronograma de licitaciones para el 2025, donde la próxima semana tendremos: el llamado el lunes 13 y la licitación el miércoles 15. En esta licitación el Tesoro enfrenta vencimientos por \$1,68 BB. A continuación compartimos el calendario publicado:



EQUITY ARGENTINO

Luego de una leve corrección en las acciones argentinas durante la rueda del miércoles, el S&P Merval continúa su camino ascendente alcanzando los USD2.351 al cierre de ayer, apuntalado por el sector bancario que continúa liderando las subas. Tras el tremendo “rally” que han tenido los bancos argentinos surge, naturalmente la pregunta, **¿existe aún potencial de suba para el sector?**.

Desde nuestro punto de vista si y realizaremos un recorrido por las razones y fundamentos por los que creemos que esto es así.

Si bien el ROE que vienen reportando los bancos argentinos en los últimos trimestres lleva a pensar que las valuaciones son algo elevadas, creemos que es importante observar la película completa y destacar los factores que sustentan un mayor upside como esperamos:

- **El potencial:** A día de hoy, Argentina cuenta con un porcentaje de préstamos en relación al PBI del 9%, frente a porcentajes de la región que se ubican en 32% para México, 42% Perú y Colombia, 55% para Brasil y el más elevado en Chile del 84%. Por lo tanto, si tenemos en cuenta que en Argentina esta cifra alcanzó el 14% del PBI durante 2017, el potencial de crecimiento existente para el sector es interesante.
- **Los ciclos:** Al observar las valuaciones de los bancos de Latam durante los ciclos de crecimiento del PBI - lo que usualmente implica un crecimiento de los préstamos - podemos ver como el mercado convalida múltiplos más altos para los mismos. A modo de ejemplo podemos observar este fenómeno en Brasil (2004-2008), en Chile (2004-2008 y 2010-2012), así como también en Colombia, Perú y Argentina (2015-2019), donde los préstamos crecieron a tasas elevadas y los mercados convalidaron valuaciones para los bancos entre 4.0x y 4.5 P/BV. Por tanto, dado que un crecimiento en los préstamos implicaría un incremento en las ganancias de los bancos y por ende en el ROE, es razonable ver múltiplos más elevados.
- **La capitalización:** Actualmente el grado de capitalización de los bancos es elevado, lo que implica que pueden lograr un importante crecimiento de los préstamos sin necesidad de integrar capital, situación con la que no se contaba durante el ciclo de expansión anterior.

Sin embargo, también es importante mencionar los desafíos que enfrenta el sector para lograrlo:

- **Las Fintech:** Estos jugadores son importantes competidores en la captación de fondos, los cuales son la fuente de fondeo de menor costo para los bancos (los depósitos bancarios).
- **Los costos:** En línea con el punto anterior, tanto las fintech como los bancos digitales cuentan con una ventaja competitiva importante sobre la banca tradicional, dado que la ausencia de sucursales y los bajos costos operativos obliga a los bancos tradicionales a realizar un esfuerzo por reducir estos costos y así volverse más competitivos.
- **Los créditos:** Si bien es posible obtener préstamos fácilmente a través de los bancos digitales y las fintech, los créditos a mayor plazo como lo son los créditos hipotecarios y prendarios continúan siendo una fortaleza de los bancos tradicionales.
- **La confianza:** Para que los consumidores se aventuren en préstamos a largo plazo como hipotecarios o prendarios será necesario que ganen confianza y se logre un crecimiento económico sostenido.

Por lo tanto, si nos quedamos con una foto de los bancos es posible que los ROEs actuales y la relación de préstamos y depósitos no justifique los precios actuales. No obstante, **si observamos a futuro donde esperamos**

un crecimiento de los préstamos - necesario para sostener un crecimiento económico - creemos que todavía queda espacio para convalidar valuaciones más altas.

Poniendo nuevamente el foco en el mercado y retomando el análisis sobre el índice de acciones argentinas y los escenarios que presentamos en nuestro semanal anterior; en nuestro escenario base, estimamos un incremento del 30% en dólares para el S&P Merval que lo lleve hasta los US\$3.000.

Para terminar de comprender y contextualizar donde se ubica hoy el S&P Merval en términos de valuación utilizando el P/E Forward.

S&P Merval Price Earnings Ratio (Trailing) vs SPX e IBOV PE (Forward)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

Hoy el S&P Merval cotiza a 13.1x ganancias TTM (últimos doce meses), por lo que decidimos observar su comportamiento ante tres escenarios de crecimiento de las mismas para 2025:

1. Las ganancias crecen un 10%, lo que nos deja con un P/E de 10.8x.
2. Las ganancias logran un crecimiento del 20%, lo que nos llevaría a un P/E de 9.9x.
3. Las ganancias crecen a un ritmo mayor del 30%, dejándonos con un P/E de 9.1x.

Por lo tanto, aún asumiendo un escenario de poca probabilidad en el que las ganancias de las compañías argentinas crezcan un magro 10%, un P/E forward de casi 11x luce razonable. No obstante, si vamos a un escenario más razonable, donde las ganancias logran un crecimiento del 20% el P/E forward es 10x. Dicho valor no luce para nada elevado comparado con la actual cotización del S&P Merval en términos de P/E trailing (13.1x)

En conclusión, tanto si observamos a las acciones locales por sector como a través del S&P Merval, las valuaciones actuales siguen siendo atractivas. Si bien en 2025 no veremos retornos como los obtenidos en 2024, aún así mantienen un potencial de retorno interesante asumiendo un escenario conservador como lo es nuestro escenario base de US\$3.000.

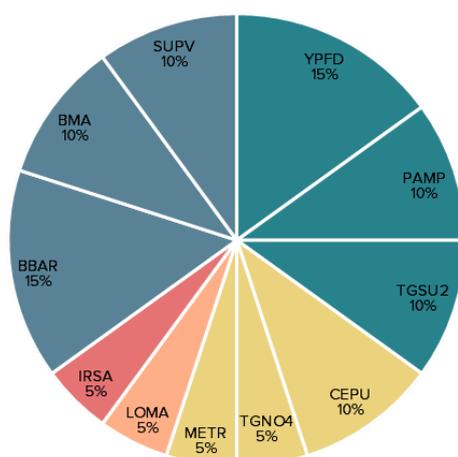
Cartera y estrategia

En cuanto a la cartera, la mantenemos sin modificaciones hasta el momento, con un 35% ubicado en el sector de Oil & Gas para lo cual continuamos con nuestra preferencia sobre YPF (YPFD), Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) y Pampa Energía (PAMP). Mientras que asignamos igual porcentaje al sector bancario (35%) dado el mayor potencial de upside con el que cuenta, a través de Banco BBVA Argentina (BBAR), Grupo Supervielle (SUPV) y Banco Macro (BMA).

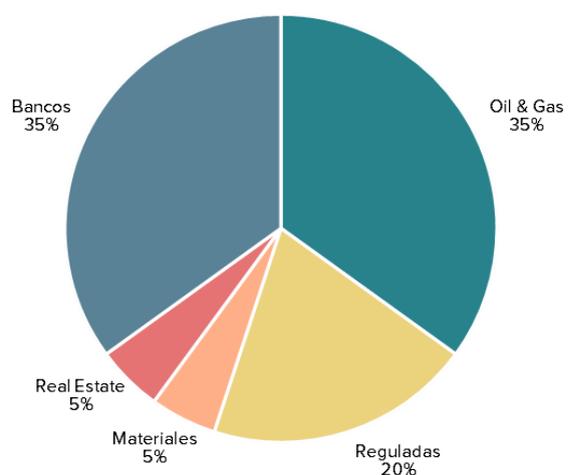
En tercer lugar de ponderación de nuestra cartera se encuentra el sector regulado donde asignamos el 20%, dado que creemos que es un sector que continuará mostrando un crecimiento en ingresos durante 2025, además de que comenzará a consolidarse como uno de los sectores con mayor posibilidad de distribuir utilidades. Para ello nuestra selección es Central Puerto (CEPU), Transportadora de Gas del Norte (TGNO4) y MetroGas (METR).

Finalmente, destinamos un 5% a Real Estate a través de IRSA Inversiones y Representaciones (IRSA), y un 5% en el sector materiales a través de Loma Negra (LOMA), a lo cual cabe destacar que durante la semana el INDEC informó un incremento mensual en el índice de construcción (ISAC) del 2,2%, además de observarse una recuperación en los permisos de edificación.

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

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

CAROLINA TORRES CABRERA

Analista - Renta Fija

ctcabrera@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.