

17 de enero de 2025

Argentina Weekly

Se consolida la desaceleración de la inflación

- El Indec dio a conocer el dato del **IPC a nivel nacional correspondiente a diciembre**, el cual presentó una **variación del 2,7%**. Teniendo en cuenta que el índice tiene estacionalidad positiva en diciembre, el dato fue bien recibido por el equipo económico y **el BCRA decidió modificar el ritmo del “crawling” del 2,0% al 1,0%**.
- **El presidente había adelantado que si se registraban tres variaciones seguidas del IPC cercanas al 2,5% el BCRA reduciría a la mitad el ritmo del “crawling”**. Teniendo en cuenta que la variación de octubre fue del 2,7% y la de noviembre del 2,4%, la publicación del dato de diciembre permitió la materialización del anuncio que había realizado el presidente.
- **El dato anunciado coincidió exactamente con el consenso del último REM publicado por el BCRA**. A su vez, dicho relevamiento proyecta una clara desaceleración para los próximos meses, al mismo tiempo que siguen descendiendo las **expectativas a 12 meses**, las cuales **pasaron de más de 180% en enero a 25,9% en el último REM**.
- **Los bonos HD continuaron la corrección esta semana luego del buen desempeño de las primeras ruedas del año, promediando una caída del 0,2% en lo que va de enero**. Este mal desempeño se da en una buena semana para la deuda emergente, en la que el EMB sube 1,06% de la mano de una caída en la tasa del bono del tesoro a 10 años de casi 20 bps. Adicionalmente la Bolsa de Comercio de Rosario recortó las estimaciones para la cosecha de maíz y advirtió sobre la cosecha de soja.
- **Con respecto a la deuda en pesos la curva de tasa fija**, corrige en el tramo medio y largo especulando con que la baja de tasas puede demorarse. **Por otra parte la curva CER** sigue muy firme acumulando una suba promedio de 6% en lo que va del mes, con el tramo largo operando con TIRs por debajo de CER+8% **Esta semana se llevó a cabo la primera licitación del año del Mecon en la que vencían \$1,7 BB y logró una tasa de rollover de 175%**.
- **A pesar del optimismo en el mercado local, las acciones argentinas comenzaron un camino de corrección en la última semana que llevó a una caída del 6% para el S&P Merval medido en dólares**, en consonancia con la renta variable global tras el incremento que experimentó la tasa de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años. Situación que pone presión sobre los retornos de las acciones cuyo crecimiento en las ganancias comienza a moderarse para este año.
- **Mantenemos la estrategia y cartera sin modificaciones**, con un 35% de la misma posicionada en el sector de Oil & Gas, un 35% en Bancos y un 20% reguladas. Mientras que el 10% restante lo asignamos en partes iguales entre Real Estate y Materiales.

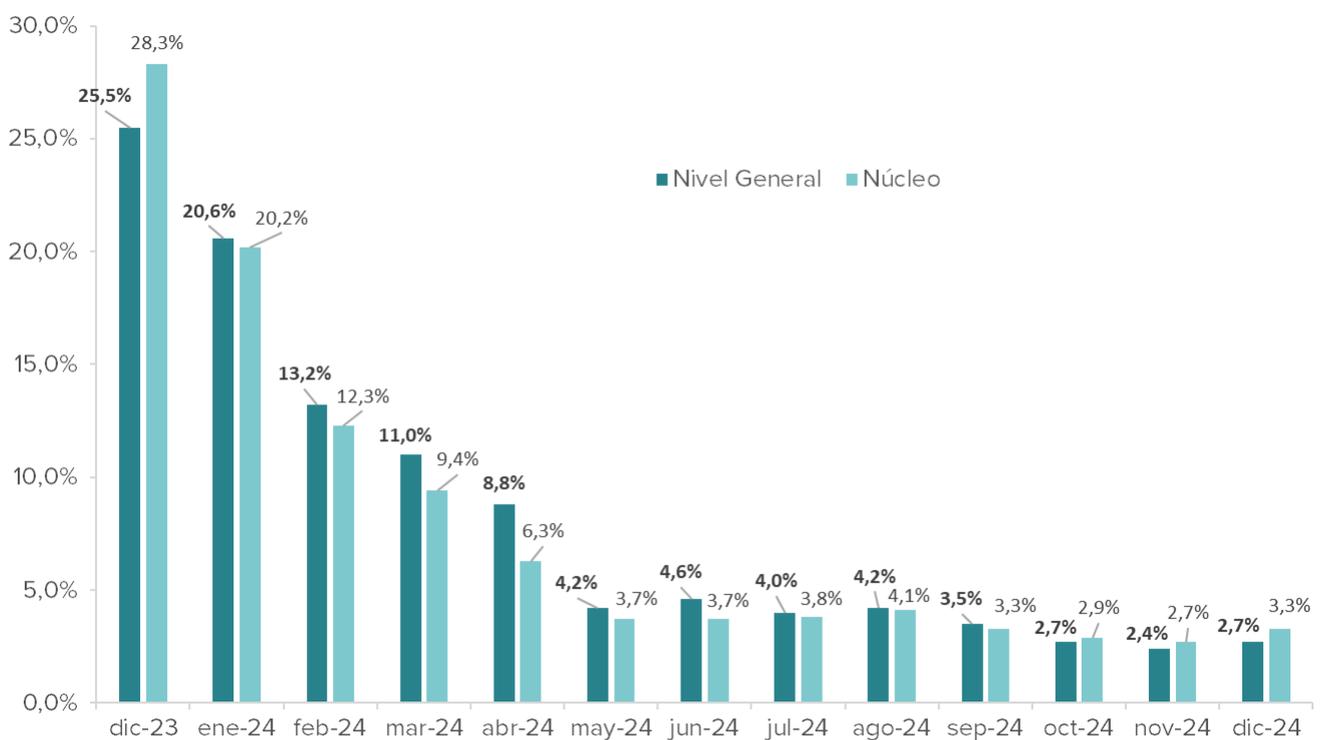
ECONOMÍA

El Indec dio a conocer el dato del **IPC a nivel nacional correspondiente a diciembre**, el cual presentó una **variación del 2,7%**. Teniendo en cuenta que el índice tiene estacionalidad positiva en diciembre, el dato fue bien recibido por el equipo económico y **el BCRA decidió modificar el ritmo del “crawling” del 2,0% al 1,0%**.

Poniendo esta información en contexto, **el presidente había adelantado que si se registraban tres variaciones seguidas del IPC cercanas al 2,5% el BCRA reduciría a la mitad el ritmo del “crawling”**. Teniendo en cuenta que la variación de octubre fue del 2,7% y la de noviembre del 2,4%, la publicación del dato de diciembre permitió la materialización del anuncio que había realizado el presidente.

Dentro del contexto constructivo en cual se está desarrollando el proceso de desaceleración de la inflación, un aspecto que podría llegar a ser considerado preocupante, es que la variación del índice en su definición “núcleo” ha superado por tercer mes consecutivo a la variación del índice nivel general. En octubre 2,9% vs. 2,7%, en noviembre 2,7% vs. 2,4% y en diciembre 3,3% vs. 2,7%.

IPC e IPC Núcleo - Variación mensual

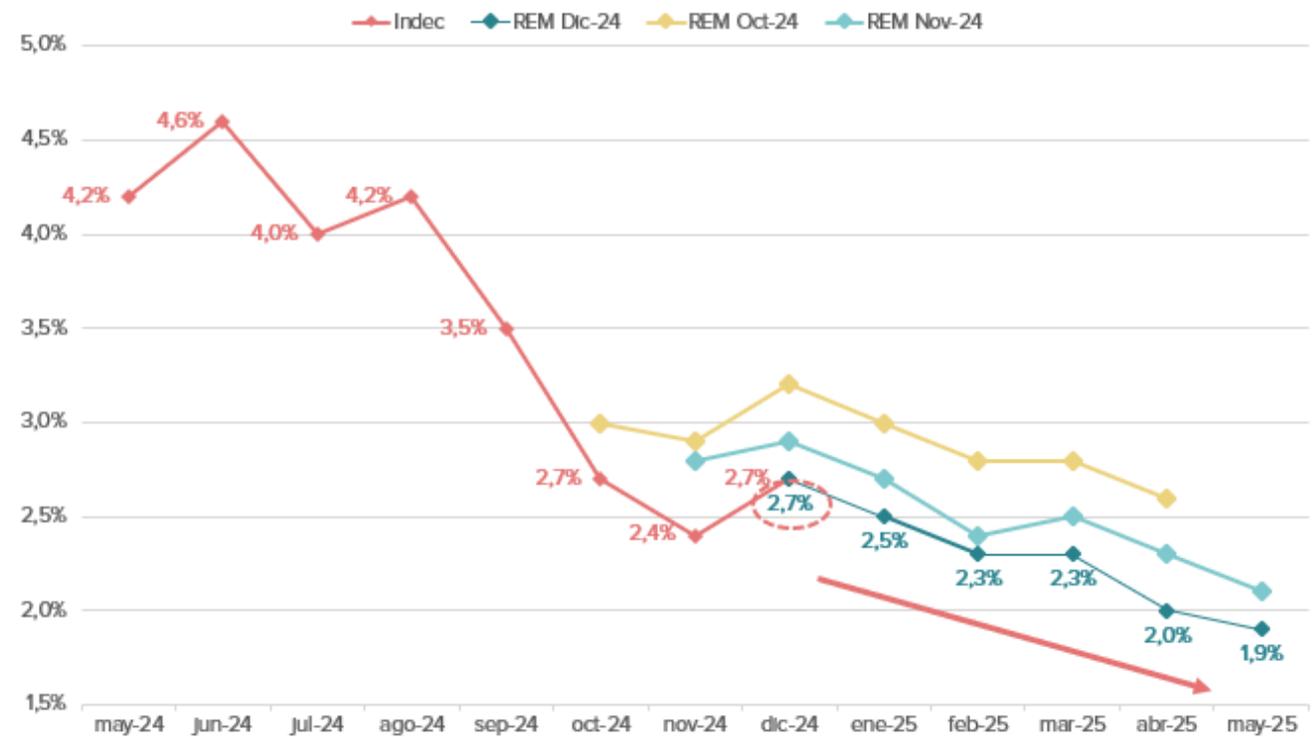


Fuente: IEB en base al Indec

No obstante, consideramos relevante remarcar que **el dato publicado coincidió exactamente con el consenso del último REM publicado por el BCRA** y que dicho relevamiento proyecta una clara desaceleración para los próximos meses: 2,5% para enero, 2,3% para febrero y marzo, 2,0% para abril y 1,9% para mayo.

Teniendo en cuenta la precisión del consenso correspondiente a diciembre y que, en meses anteriores, ha tendido a sobreestimar el dato finalmente publicado por el Indec, **el mencionado sendero de desaceleración instala cierto optimismo en que el proceso continúe.**

Inflación vs REM



Fuente: IEB en base a Indec y BCRA

Además del argumento desarrollado previamente, un aspecto fundamental a tener en cuenta es que **la decisión de la modificación de política cambiaria de disminuir el ritmo del “crawling” del 2,0% al 1,0% refuerza el proceso de desaceleración de la inflación**, dado que atenúa un factor de presión.

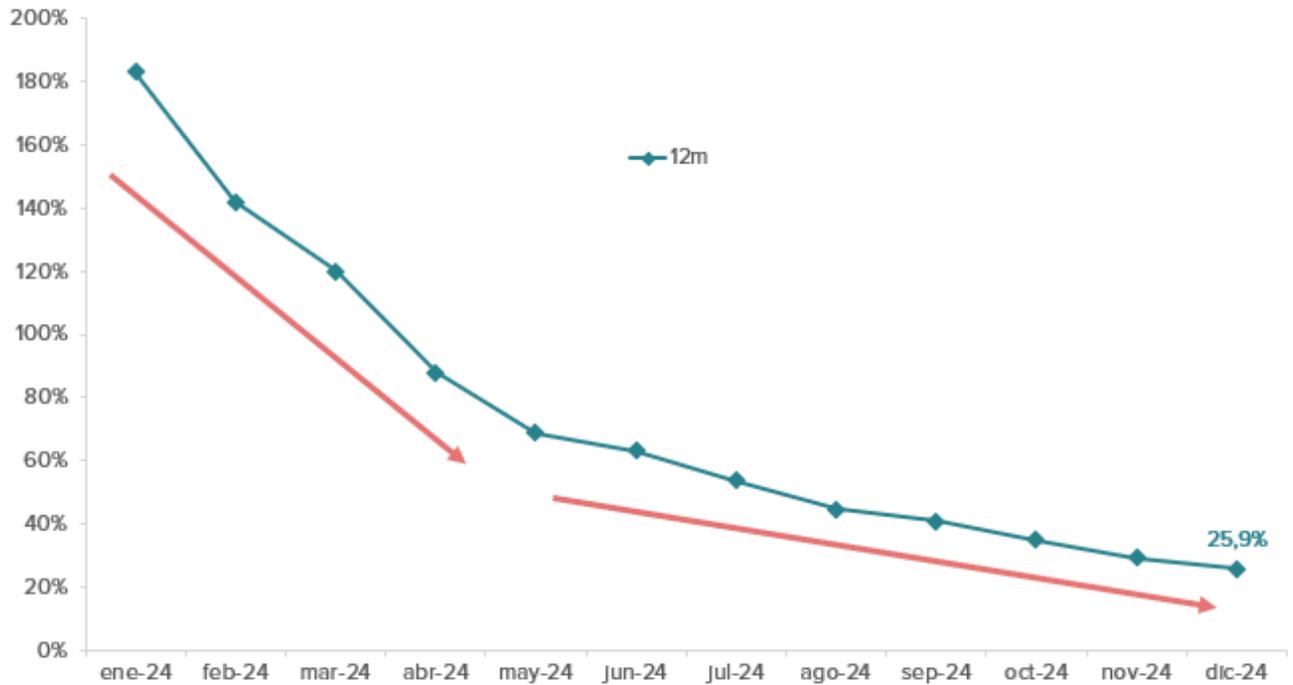
Si bien el anclaje fiscal, sumado a la búsqueda del equilibrio monetario, fueron cruciales en el proceso de estabilización. A nuestro juicio, dada la idiosincrasia bimonetaria de la economía argentina, para la consolidación del proceso fue fundamental la estabilización del tipo de cambio y que en lugar que el tipo de cambio oficial sufriera un nuevo salto discreto, el BCRA pudiese comenzar la desaceleración del ritmo del “crawling”.

De esta forma, una economía que estaba transitando un régimen de alta inflación con proximidad a ingresar a una “hiper”, las decisiones que tomó el equipo económico evitó dicho evento, y permitió comenzar a transitar un proceso de aproximación a un régimen de inflación con características más normales.

Pasando de la lectura de corto plazo a las **expectativas a 12 meses**, cada nuevo REM que publica el BCRA muestra una disminución de las mismas. Graficando las expectativas a 12 meses para cada mes del año pasado, **mientras que las mismas eran de más de 180% a comienzos del año, el última REM expresó una expectativa de 25,9%.**

De acuerdo a nuestro análisis, hay margen para que las expectativas sigan bajando, pero al menos por el momento nos cuesta imaginar que se puede cumplir la proyección de 18% de inflación para 2025 que contenía el proyecto del Presupuesto 2025, presentado el 15 de septiembre del año pasado.

REM - Expectativa de Inflación



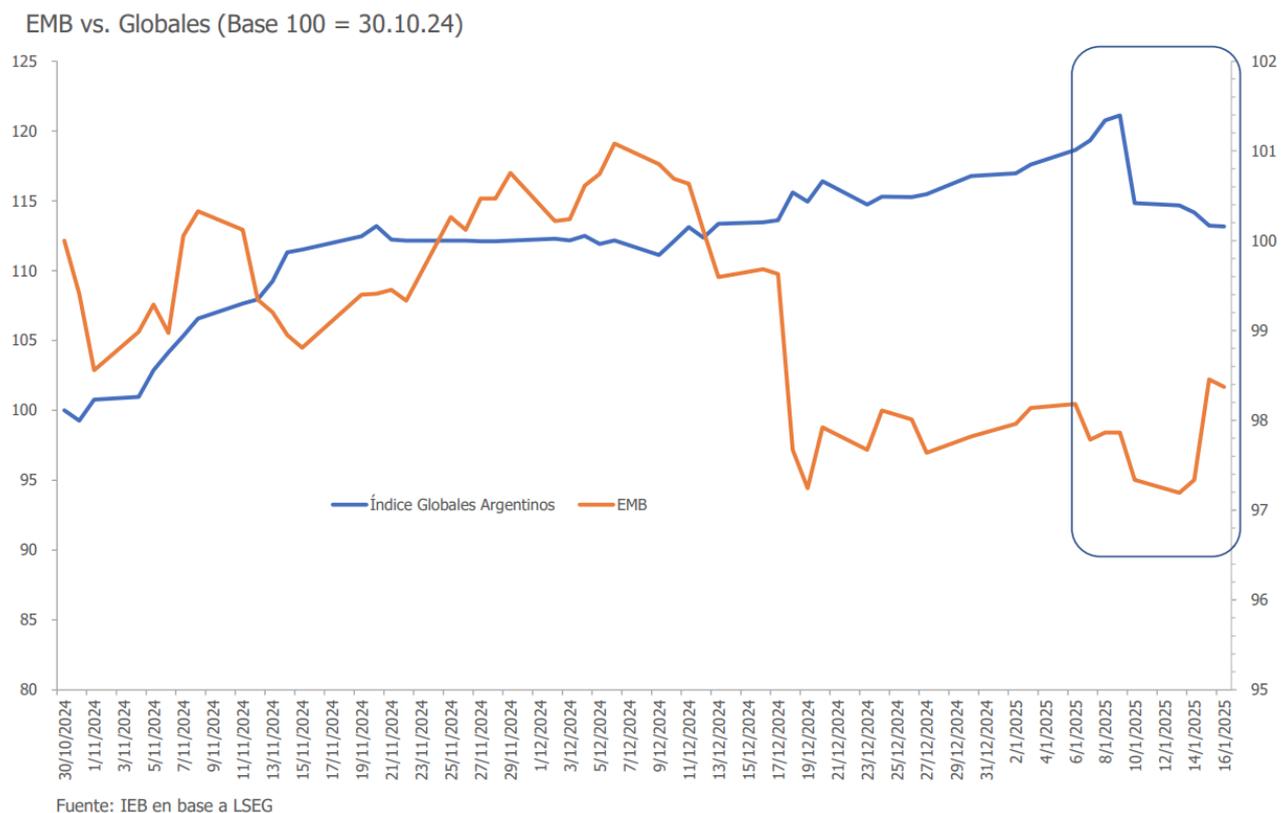
Fuente: IEB en base a R.E.M.

DEUDA EN DÓLARES

Los bonos HD continuaron la corrección esta semana luego del buen desempeño de las primeras ruedas del año, promediando una caída del 0,2% en lo que va de enero. Este mal desempeño se da en una buena semana para la deuda emergente, en la que el EMB sube 1,06% de la mano de una caída en la tasa del bono del tesoro a 10 años de casi 20 bps. Esta caída también se da en medio de recortes de estimaciones para la cosecha de maíz y advertencias sobre la cosecha de soja por parte de la Bolsa de Comercio de Rosario. De todas formas, el BCRA lleva comprado en lo que va del año USD 1.429 MM en el MULC. Por otro lado hubo rumores desde la prensa de que la idea oficial sería saltarse al Congreso para cerrar el acuerdo con el FMI, situación que vemos poco probable ya que el propio organismo no lo permitiría.

Es importante mencionar que no se evidenció en el mercado la reinversión que estimábamos de los vencimientos de enero que eran el equivalente a un 6,5% del outstanding de la deuda HD. Podemos destacar que el día de cobro de los bonares y el día posterior al cobro, los depósitos en dólares subieron USD 901 MM, en manos de los privados por un total de USD 501 MM, los USD 400 MM restantes en manos del sector público.

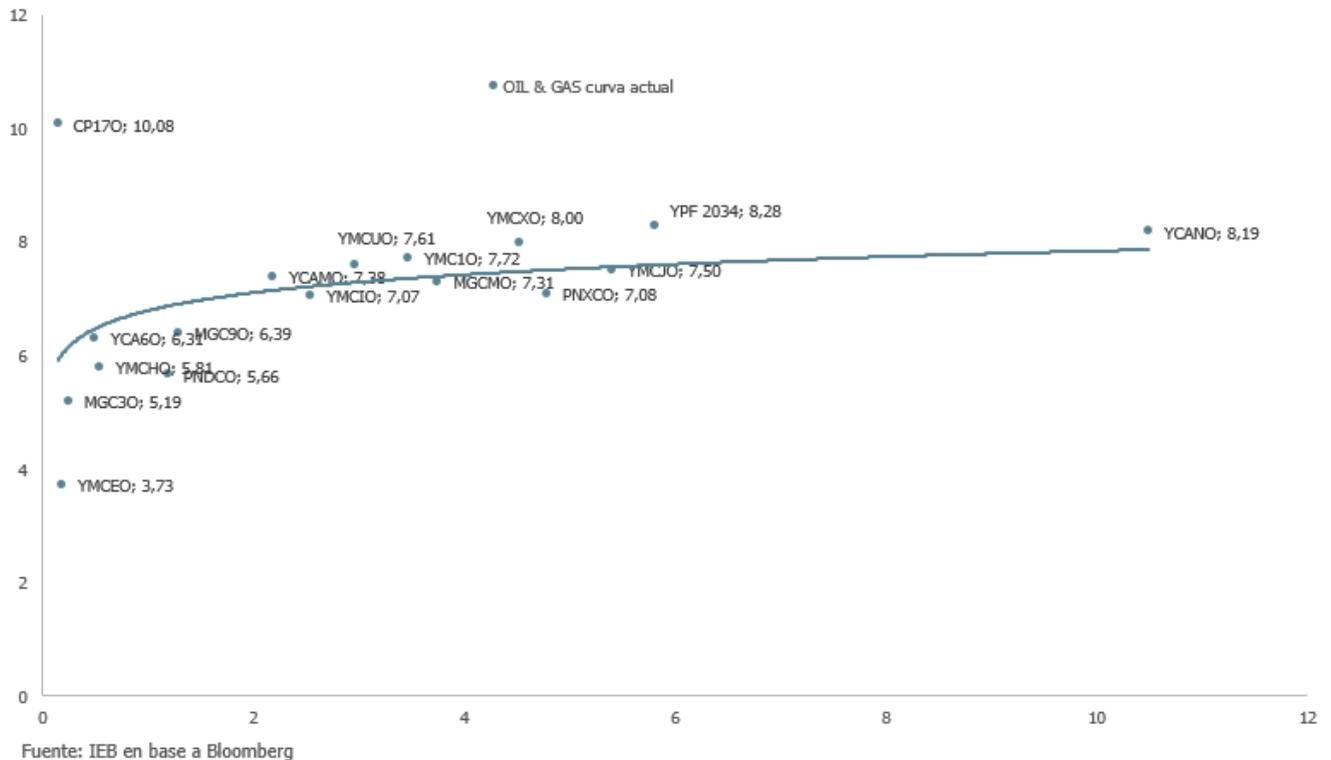
Se puede inferir que los tenedores prefirieron la liquidez a una reinversión que probablemente les resultará poco atractiva para quienes compraron con paridades del 20% siendo que hoy en día la paridad en promedio se encuentra en 70,8%.



En relación a los bonos corporativos nos resulta importante destacar la nueva colocación de YPF Ley Internacional 2034, que adjudicó USD 1,1 BB, con una tasa de corte de 8,5%. Lo que llama la atención de esta colocación no es el rendimiento ya que a nuestro entender se encuentra arbitrado dentro de la curva, sino el

monto ofrecido que fue de USD 1,9BB lo que sigue evidenciando un interés significativo por los activos argentinos.

Corporativos Ley NY - OIL & GAS



DEUDA EN PESOS

Esta semana se llevó a cabo la primera licitación del año del Mecon en la que ofrecía 3 instrumentos a tasa fija y un boncer 2027: S31L5, S31O5, T30J6 y TZXM7. En esta ocasión enfrentaba vencimientos de \$1,7 BB correspondientes a la lecap S17E5. A esto se le suma los pagos de intereses de boncer de diciembre que sumaban \$0,3 BB. El Tesoro terminó adjudicando un total de \$3,48 BB logrando así un rollover de 174%. Las tasas de corte quedaron levemente por arriba del secundario otorgando algo de premio. Casi un 50% de lo adjudicado se concentró en el boncap más largo, probablemente apostando a la baja de tasas que haga que compriman.

El excedente de lo adjudicado \$1,8 BB irá a engrosar los depósitos del Tesoro en el central que actualmente suman en torno a \$7,5 BB, que creemos puede mejorar en los primeros meses del año producto de la estacionalidad de los resultados fiscales.

Cabe mencionar que el próximo vencimiento del 31/01 puede llegar a ser desafiante para el Tesoro dado que totaliza \$14,2 BB, de los cuales \$11,39 BB corresponden al dual TDE25. Creemos que el Tesoro decidió tomar casi el doble de lo que vencía en esta licitación adelantándose a esto. También es preciso resaltar que gran parte del vencimiento del bono dual se encuentra intra sector público lo que facilitaría el rolleo.

Resultado Licitación del Tesoro 15/01/25 (En ARS MM)						
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado
S31L5	31/7/2025	\$ 850.908	\$ 735.917	\$ 940.502	2,27%	23,11%
S31O5	31/10/2025	\$ 870.438	\$ 760.096	\$ 819.384	2,23%	23,87%
T30J6	30/6/2026	\$ 1.715.000	\$ 1.509.151	\$ 1.509.151	2,15%	47,39%
TZXM7	31/3/2027	\$ 284.910	\$ 179.632	\$ 218.451	CER+7,97%	5,64%
Total		\$ 3.721.256	\$ 3.184.796	\$ 3.487.488		100%

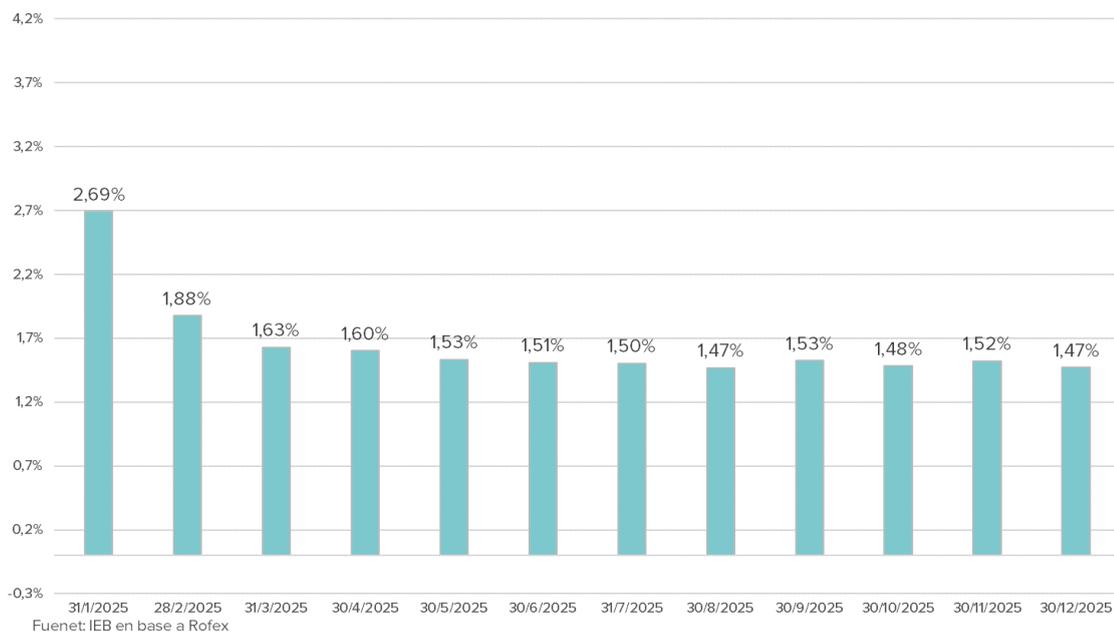
Fuente: IEB en base a Mecon

Luego de anunciado la baja del crawling de 2% a 1% mensual a partir de febrero los contratos de dólar Rofex ajustaron, aunque todavía tienen implícitos una devaluación mensual por arriba del 1% desde febrero en adelante. De todas formas, difícilmente bajen al 1% dado que siempre se le asigna alguna probabilidad al levantamiento del cepo antes de las elecciones. En este sentido, existe valor en “shortearse” apostando a que continúe la corrección.

Si bien se especulaba con que adicionalmente a esta medida se anuncie un recorte de tasas de política monetaria, esta decisión por el momento no se efectivizó. Las tasas en dólares quedaron altas medidas contra el FX oficial o incluso Rofex, teniendo como limitantes a la hora de pensar en bajar la tasa que las empresas dejen de tomar créditos en dólares y así perder oferta en el MULC, como también cierta presión adicional que se podría generar sobre los FX financieros en un momento en que el central se encuentra interviniendo.

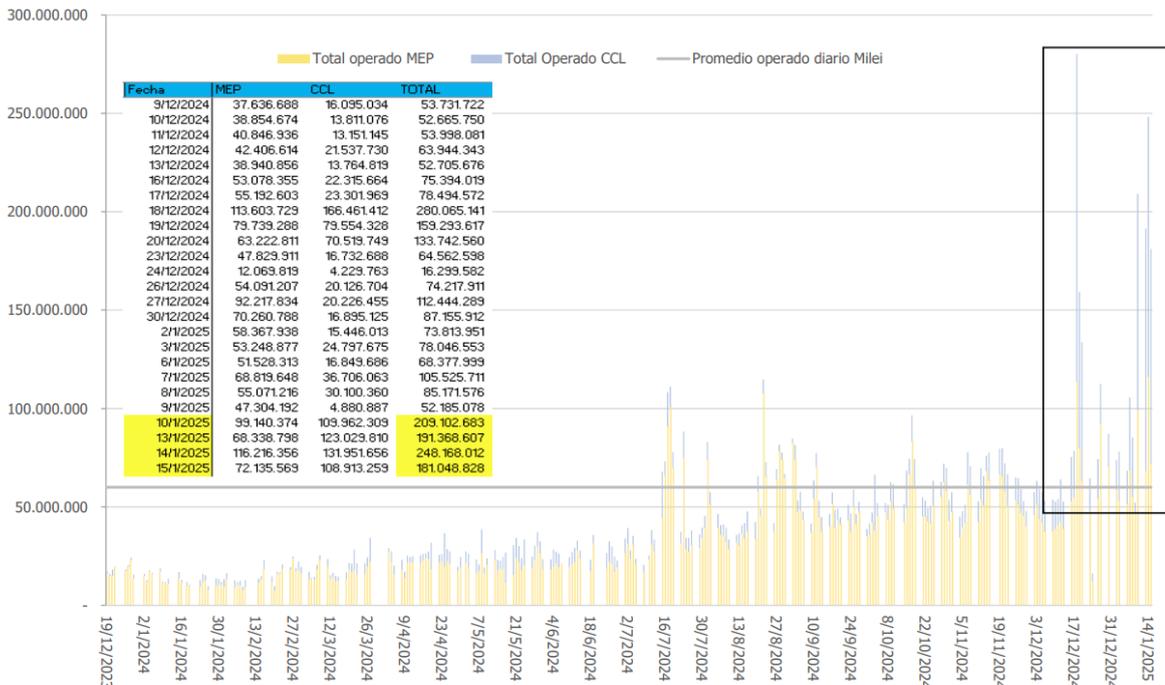
Es así que la curva de tasa fija, corrige en el tramo medio y largo especulando con que la baja de tasas puede demorarse. Por otra parte la curva CER sigue muy firme acumulando una suba promedio de 6% en lo que va del mes, con el tramo largo operando con TIRs por debajo de CER+8%. La inflación breakeven se ubica en 1,8% mensual promedio para los primeros cuatro meses del año y en 1,35% entre mayo y octubre. Para el 2025 los bonos actualmente “pricean” una inflación en torno a 17% alineada con la proyección del proyecto de presupuesto 2025.

Crawling mensual Implícito Futuros de Dólar



En las últimas ruedas a juzgar por el volumen operado en BYMA T+1 de GD30 y AL30 existió intervención oficial en los FX financieros que permitieron que se mantengan prácticamente flat. Si bien esta estimación puede estar algo distorsionada por algo de reinversión en los bonos HD, si medimos los volúmenes de las últimas ruedas contra el promedio previo, podemos estimar que existió una intervención en el orden de los USD 100 MM diarios.

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



Fuente: IEB en base a LSEG

EQUITY ARGENTINO

A pesar del optimismo en el mercado local tras la continua desaceleración de la inflación y el anuncio de la baja en el crawling mensual, las acciones argentinas comenzaron un camino de corrección en la última semana que llevó a una caída del 6% para el S&P Merval medido en dólares. Dicha corrección no escapa al sentimiento que vive la renta variable a nivel global, ya que a pesar de que la Reserva Federal de Estados Unidos continúa afirmando que llevará adelante dos recortes de tasas durante 2025 - estimando uno en el primer semestre del año - la tasa de los bonos del Tesoro de EE.UU. continúa acercándose al 5%, lo que comienza a competir con los posibles retornos de las acciones cuyo crecimiento en las ganancias comienza a moderarse para 2025.

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



Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

No obstante, a pesar de la corrección tanto a nivel local como internacional, **las sanciones anunciadas por el gobierno estadounidense a las exportaciones de petróleo ruso a clientes claves como India y China generaron un repunte en los precios internacionales del crudo, logrando atenuar las caídas para el sector de Oil & Gas, dado que la recuperación en los precios del Brent y WTI auspician un primer trimestre 2025 con mejores precios promedios realizados para las compañías del sector.** Siendo de los sectores menos afectados durante la semana. Sin embargo, esta situación junto con las dudas sobre las políticas que podría llevar adelante el presidente electo Donald Trump reavivan los miedos sobre un recalentamiento de la inflación estadounidense, lo que incentiva una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores, y por ende, un panorama menos favorable para la renta variable local.

Brent vs. WTI (US\$)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

Por otro lado, esta semana se dieron a conocer datos relacionados al sector de materiales argentino, con la industria de la construcción mostrando una caída interanual del 23,9% en los despachos de cemento a diciembre de 2024, explicado por una fuerte contracción en la inversión en obra pública tras la decisión del gobierno de reducir su participación en infraestructura estatal, por lo que es probable que la recuperación en el sector se de por una mayor obra privada y algo de provincial durante 2025, lo que repercutirá en una mejora para los ingresos de las compañías del sector.

Así mismo, la industria metalúrgica continuó mostrando una caída en el último mes del 2024, con una disminución del 3,1% interanual a pesar de mostrar un crecimiento del 1% intermensual en diciembre, lo que continúa reflejando un panorama incierto para compañías como Ternium Argentina (TXAR) ante la coyuntura económica actual. De todas maneras a valores ya cercanos a los \$800 por acción consideramos que el castigo está siendo excesivo y obedece a una acumulación de varios factores: lo antedicho en cuanto a la recuperación en el nivel de actividad, la decisión del gobierno de liberar la exportación de chatarra (scrap), y el reciente anuncio de mecanismos de protección de dumping más acotados (que potencialmente podrían afectar a sectores demandantes de los productos de TXAR).

Aluar (ALUA) escapa, en cierta manera de esta lógica, ya que aproximadamente el 75%/80% de sus ventas tienen como destino el exterior. No obstante, como se observó en el último trimestre; ALUA enfrenta un gran desafío: los precios de la alúmina tuvieron un trimestre con precios elevados, mientras que los del aluminio ya terminado se mantuvieron estables; algo que ha llevado a una compresión en sus márgenes.

Por último, la semana trajo consigo el cierre del canje de acciones de Distribuidora de Gas del Centro (DGCE) y Distribuidora de Gas Cuyana (DGPU2) por las acciones de Ecogas (ECOG), la cual logró una participación del 85,2% para el canje de DCU2 y de 58,2% para DGCE. De esta manera, ECOG pasa a controlar el 93,1% del capital social de DGPU2 y el 81,6% del capital social de DGCE.

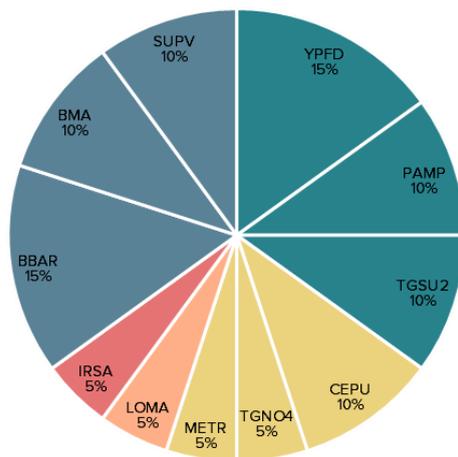
Cartera y estrategia

Por el lado de la cartera, la mantenemos sin modificaciones, con un **35%** en el sector de **Oil & Gas** a través de YPF (YPFD), Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) y Pampa Energía (PAMP). **Mientras que asignamos la misma ponderación al sector bancario (35%)** en busca de un mayor potencial de upside dados los factores positivos expuestos en nuestro semanal anterior, para lo cual nuestra selección continúa siendo Banco BBVA Argentina (BBAR), Grupo Supervielle (SUPV) y Banco Macro (BMA).

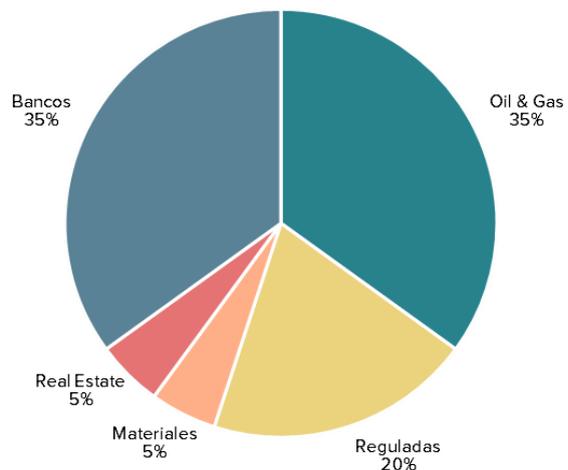
En tercer lugar, mantenemos un **20%** en el sector regulado, dado que los aumentos reales en las tarifas percibidas por las compañías durante este año repercutirán en un crecimiento de los ingresos para el sector, además de que creemos que comenzará a consolidarse como uno de los sectores con mayor posibilidad de distribuir dividendos. Por lo tanto, mantenemos nuestra posición en 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).

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 SNIÉCHOWSKI

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.