

11 de abril de 2025

Argentina Weekly

Esperando el acuerdo para anclar expectativas

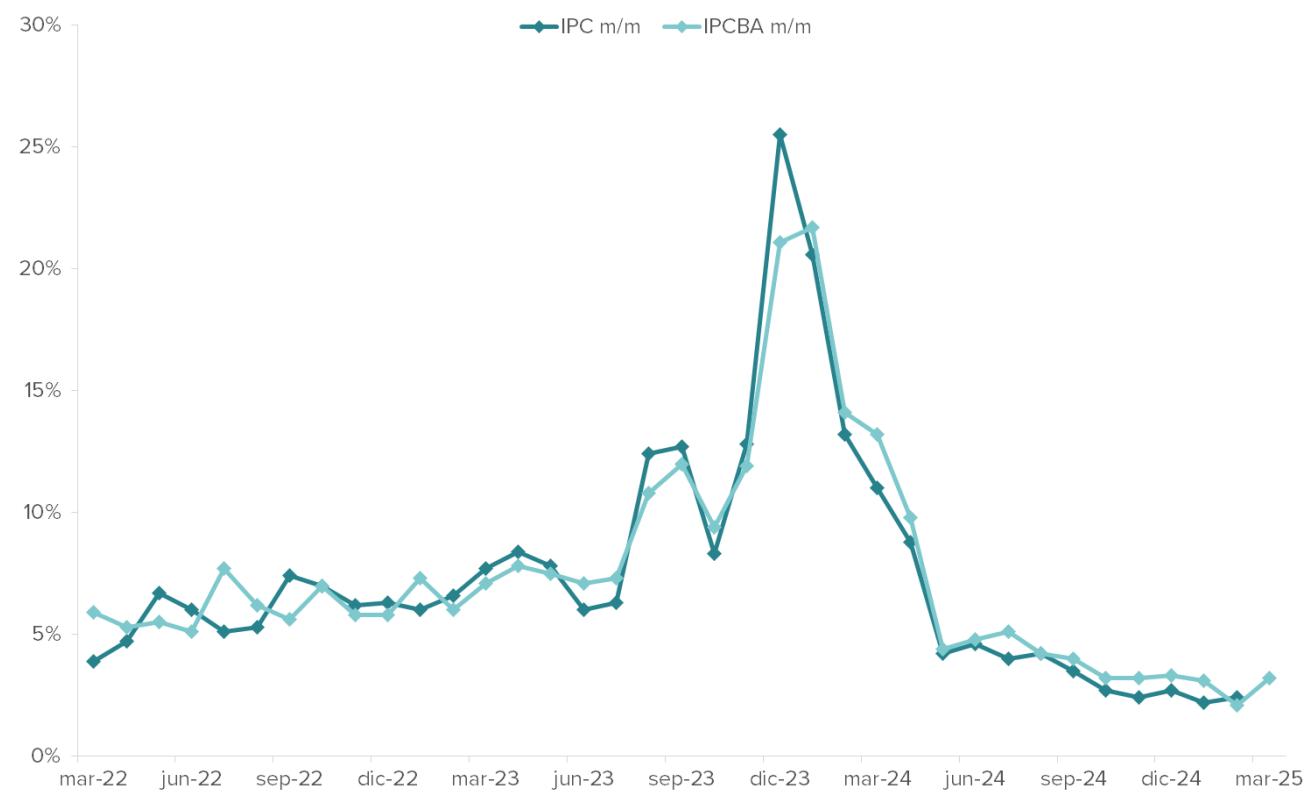
- En el transcurso de la semana se dio a conocer la **inflación de CABA, la cual fue del 3,2% en marzo** y acumuló 8,6% en el primer trimestre del 2025, **acelerándose notablemente con respecto al 2,1% de febrero.**
- El REM de marzo **volvió a mostrar un estancamiento en las expectativas para el proceso de desinflación, con las expectativas mensuales ajustando al alza por segunda vez consecutiva en la era Milei:** para marzo, en línea con el piso presentado por los indicadores de alta frecuencia publicados en las últimas semanas, se espera una inflación del 2,6%.
- **Un componente fundamental para recomponer el anclaje de las expectativas será el acuerdo con el FMI, el cual fue confirmado finalmente de manera oficial por el organismo,** aunque no brindó más detalles de los que ya se conocían: será un Programa de Facilidades Extendidas con duración de 48 meses por USD 20.000 MM. **Resta la aprobación del directorio.**
- **Respecto a los títulos a tasa fija, la curva quedó “flat” con todos los títulos corrigiendo, operando con TEMs mayores a 3% TEM, específicamente para la S28A5 3,46% TEM y para la S30J6 3,29% TEM.** Este movimiento se da en medio de rumores de subas de tasas que acompañarían un cambio en el esquema cambiario. **Con esta incertidumbre en el mercado cambiario, notamos que el spread entre entre duales y boncaps se amplió a 37 bps en términos de TEM para el final de la rueda (5% anualizado).**
- **Respecto a la deuda HD** durante la semana corrigen un 1,65% en promedio WTD acoplados con el EMB que durante el mismo periodo está cayendo un 1,7% dentro de un contexto internacional adverso como ya habíamos anticipado, explicado por la guerra tarifaria entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, que generó una venta de los activos de riesgo a nivel global por lo que los Bonos HD ya operan con TIRs arriba de 17% en el tramo corto. **Esto deja en evidencia que los factores internacionales están explicando la totalidad de la evolución de los bonos locales durante las últimas dos semanas.**
- **Con la llegada de Donald Trump a la Casa Blanca, el mercado de renta variable global se ha enfrentado a un continuo incremento de la volatilidad producto de las medidas arancelarias y las fricciones con China.** Lo que creemos está marcando el rumbo de corto plazo para las acciones locales, dado que, bajo nuestro punto de vista, el mercado ya ha descontado un acuerdo con el FMI, siendo los “drivers” de mediano-largo plazo las elecciones de medio término y la salida del cepo cambiario.
- **Ante la continua caída en los precios del crudo, la estrategia de reducir nuestra exposición sobre-ponderando TGSU2 y PAMP, en el sector Oil & Gas, viene siendo la correcta.** Los incrementos tarifarios (regulados) y la recuperación en la actividad de la construcción (materiales) continúan reforzando nuestra tesis de inversión en ambos sectores. Mientras que en el sector bancario, la creciente demanda de préstamos privados mantiene las expectativas del sector a pesar de la alta volatilidad.

ECONOMÍA

Hoy el Indec publicará el dato de inflación a nivel nacional, en un contexto algo más turbulento que en instancias anteriores: aún sin profundización con respecto al acuerdo con el FMI, y las expectativas y el contexto internacional no acompañando.

En primer lugar, en el transcurso de la semana se dio a conocer la inflación de CABA, la cual fue del 3,2% en marzo y acumuló 8,6% en el primer trimestre del 2025, acelerándose notablemente con respecto al 2,1% de febrero. En particular, el incremento se dio como resultado de una suba del 3,0% en bienes y del 3,3% en servicios, destacándose la suba del 4,7% en alimentos y bebidas no alcohólicas y del 4,5% en prendas de vestir y calzado. Este detalle resulta sumamente importante dado que en oportunidades anteriores en que el IPCBA se encontró por encima del IPC, fue resultado de un incremento sustancialmente mayor en servicios (los cuales tienen una mayor ponderación en el índice de CABA) que en bienes. Dicho esto, **no sería ninguna sorpresa que la variación mensual del IPC de marzo se encuentre en torno al 3,0%, más aún teniendo en cuenta que si trasladamos las variaciones del IPCBA con las ponderaciones del IPC del Indec daría una inflación del 3,1%, y que la diferencia promedio entre los dos índices en el último año ha sido de -0,64 p.p.**

IPC e IPCBA - Variación mensual

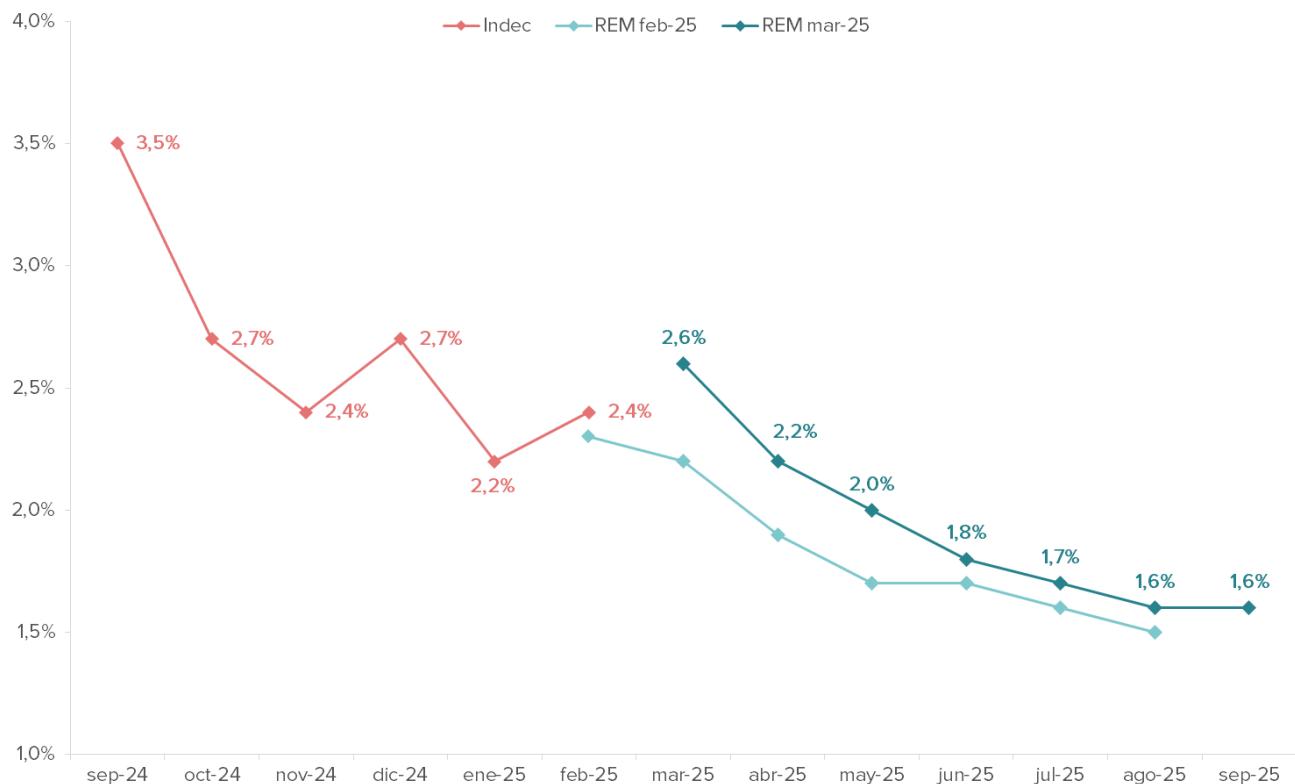


Fuente: IEB en base a Indec y Dirección General de Estadísticas y Censos

Por otro lado, el lunes el BCRA publicó el REM de marzo. **El relevamiento volvió a mostrar un estancamiento en las expectativas para el proceso de desinflación, con las expectativas mensuales ajustando al alza por segunda vez consecutiva en la era Milei:** para marzo, en línea con el piso presentado por los indicadores de alta frecuencia publicados en las últimas semanas, se espera una inflación del 2,6%. Esto representa un incremento de 40 puntos básicos con respecto al relevamiento previo.

Dados los incrementos en las expectativas mensuales, la inflación esperada para el 2025 se ajustó al alza hasta **27,5%**, con una suba de 40 pbs. con respecto al REM previo y alejándose del 23,2% pronosticado en enero. Dicho nivel de inflación esperada para el 2025 implica una inflación mensual promedio del 2,1% para los últimos tres meses del año, evidenciando el desanclaje de expectativas que se ha venido dando en las últimas semanas. Este desanclaje en las expectativas de inflación se hizo notar también en la inflación esperada para los próximos doce meses: 24,5%, marcando un incremento de 20 pbs. con respecto al REM de febrero, alcanzando así dos meses consecutivos de suba luego de trece meses en que la expectativa se ajustó a la baja.

Inflación vs REM



Fuente: IEB en base a Indec y BCRA

Evidentemente, la **baja del crawling peg no ha tenido el impacto esperado por el gobierno sobre la inflación, y la caída al 1% continúa siendo postergada con el correr de los meses**. Si agregamos la volatilidad del tipo de cambio en las últimas semanas, producto de la ausencia de novedades con respecto al acuerdo con el FMI y un contexto internacional muy desfavorable para la economía mundial y los activos de riesgo, las perspectivas para la inflación en el corto plazo no son muy auspiciosas, y las expectativas plasmadas en el REM son evidencia de ello.

Aún con este deterioro en las expectativas, componente fundamental en el proceso de baja de la inflación, resulta relevante destacar que el último REM fue realizado el mes pasado, aún sin las noticias sobre la aplicación de aranceles por parte de EE.UU. Debido a esto, el deterioro de las expectativas en la última semana debería haber sido mayor.

De todas formas, **un componente fundamental para recomponer el anclaje de las expectativas será el acuerdo con el FMI, el cual fue confirmado finalmente de manera oficial por el organismo**, aunque no brindó más detalles de los que ya se conocían: será un Programa de Facilidades Extendidas con duración de 48 meses por USD 20.000 MM y cuatro años y medio de gracia, es decir sin pagos de capital.

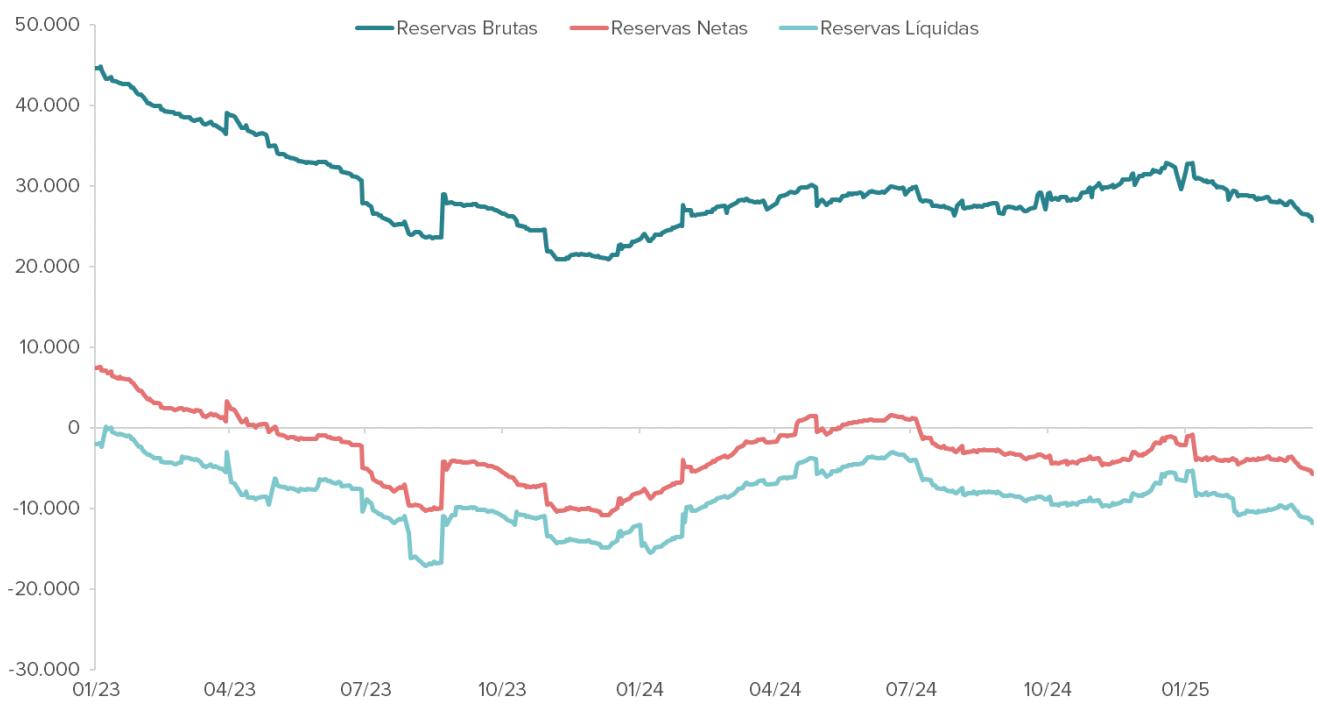
Resta que el acuerdo sea aprobado por el directorio del organismo, aunque el comunicado asegura que el mismo será tratado en los próximos días, y de acuerdo a algunos trascendidos periodísticos podría estar aprobado hoy mismo. Asimismo, aún no se conoce el monto del desembolso inicial, aunque fue confirmado por el Ministro de Economía y la directora gerente del FMI que Argentina solicitó un desembolso inicial del 40% del monto total del acuerdo, el cual fue considerado “razonable”. De todas formas, **algunas fuentes han comenzado a asegurar que el desembolso inicial podría superar dicho monto, alcanzando USD 12.000 MM iniciales.**

Aún no se conocen los detalles de las condiciones que acompañarán al acuerdo, particularmente en lo que respecta al futuro de la política cambiaria, principal preocupación del mercado en la actualidad, aunque una vez que el acuerdo sea aprobado por el directorio y se conozca la letra chica, **debería servir como anestesia frente a la incertidumbre por la situación de las reservas y el delicado contexto internacional.**

Agregamos también que el BCRA anunció que renovó el total del tramo activado del swap con el Banco Popular de China, siendo este aproximadamente USD 5.000 MM, aliviando la presión sobre las reservas. De no renovarse, el acuerdo hubiera implicado una reducción gradual a partir de junio de este año, con un impacto sobre las reservas internacionales.

Asimismo, **se confirmó la visita del Secretario del Tesoro de EE.UU., Scott Bessent, a Argentina en la próxima semana** para “reafirmar el pleno apoyo de Estados Unidos a las audaces reformas económicas de Argentina”. Según fuentes periodísticas, **la visita podría incluir la negociación de una línea de crédito directa del Tesoro norteamericano para fortalecer las reservas del BCRA**, sumándose a los ingresos desde el FMI y otros organismos internacionales, los cuales se espera aporten aproximadamente USD 4.000 MM. Pese a que el Tesoro de EE.UU. no suele otorgar líneas de crédito directamente a otros países, han existido instancias en que lo ha hecho, particularmente a México en 1995, utilizando el Exchange Stabilization Fund para otorgar un préstamo de USD 20.000 MM garantizado por los ingresos por exportaciones de petróleo.

Reservas Internacionales



Fuente: IEB en base a BCRA

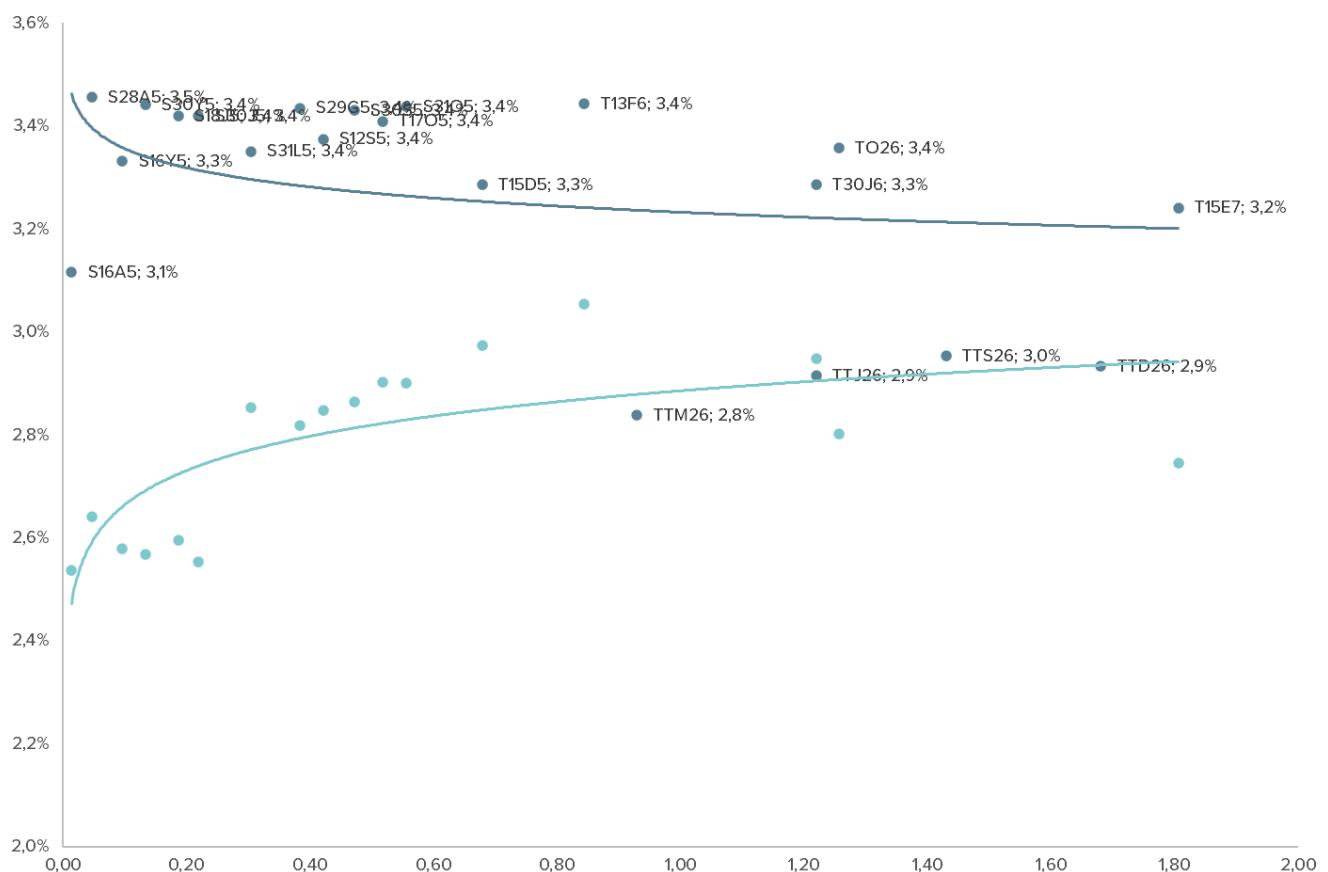
DEUDA EN PESOS

Respecto a los títulos a tasa fija, la curva quedó “flat” con todos los títulos corrigiendo, operando con TEMs mayores a 3% TEM, específicamente para la S28A5 3,46% TEM y para la S30J6 3,29% TEM. Este movimiento se da en medio de rumores de subas de tasas que acompañarían un cambio en el esquema cambiario.

Por otro lado tuvimos un dato de inflación de CABA mayor a lo esperado, luego de la incertidumbre que quedó en el mercado tras las entrevistas de Caputo, donde puso en duda la continuidad del crawling peg al 1%, que impacta directamente en precios, sumado a los datos de alta frecuencia que nos muestran una inflación al alza. Por otro lado al problema de liquidez que atraviesan los bancos generado en parte por la presión que ejerce el techo en la base monetaria ampliada sobre las tasas, dado que la base monetaria ampliada se encuentra casi al límite de los 47,7 BB, debido al aumento de los encajes en efectivo de los bancos que redujeron el stock de LEFIS.

A principios de mes entró en vigencia la comunicación del BCRA que redujo a la mitad la franquicia de encajes que tenían los bancos por el stock de préstamos a PyMEs y por otra parte debido a las ventas del BCRA en el MULC que en las últimas 4 ruedas lleva vendidos USD 322MM y cerca de USD 2.000 MM desde fines de marzo que implica una absorción de pesos significativa.

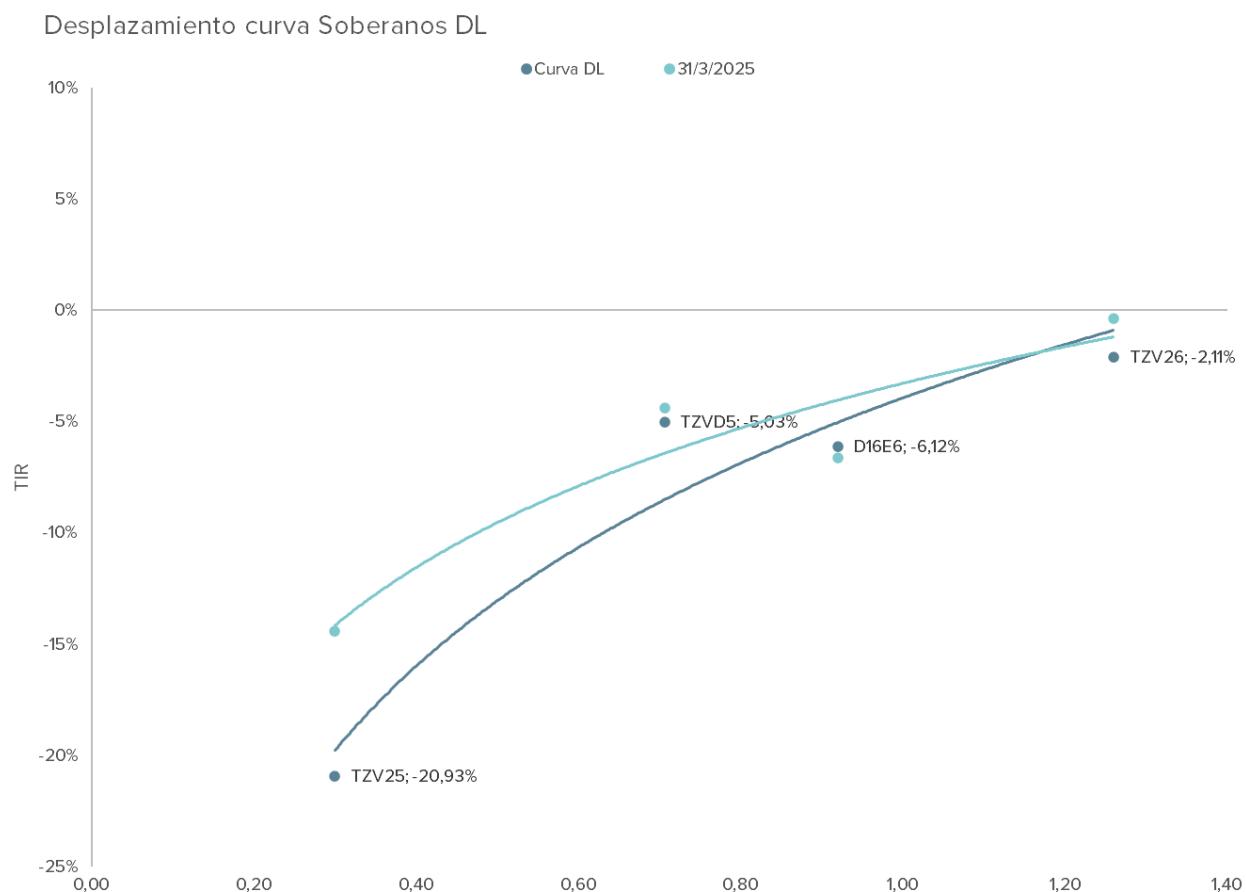
Desplazamiento de la curva de Lecaps/Boncaps/Diales



Fuente: IEB en base a BymaData

Con esta incertidumbre en el mercado cambiario, notamos que el spread entre entre duales y boncaps se amplió a 37 bps en términos de TEM para el final de la rueda (5% anualizado) lo que muestra una expectativa de suba de tasas hacia adelante por parte del mercado.

Relacionado a lo que venimos mencionando podemos observar que esta incertidumbre acerca del futuro de las políticas monetarias y cambiarias fue notoria en Rofex, donde se vio la búsqueda de cobertura cambiaria, llegando a 189,1% de TNA para el contrato de Abril 2025, priceando un salto directo de 10,4% y el resto de contratos tienen implícito un crawling mensual arriba de 4% en promedio hasta julio muy alejados del 1% que plantea el gobierno. Esta cobertura cambiaria estuvo presente además en los bonos DL que comprimieron 2,95% en promedio WTD, operando con TIRs en torno a DL-20,93% para lo más corto y DL-2,11% para el bono más largo. Mientras que por el lado de los sintéticos nos resulta interesante comentar las tasas en la que está operando los sintéticos DL con lecaps, S30J5-Rofex Junio DL-11,50%, S30S5 - Rofex Septiembre DL-0,68% y T15D5- Rofex diciembre DL-2,80%.

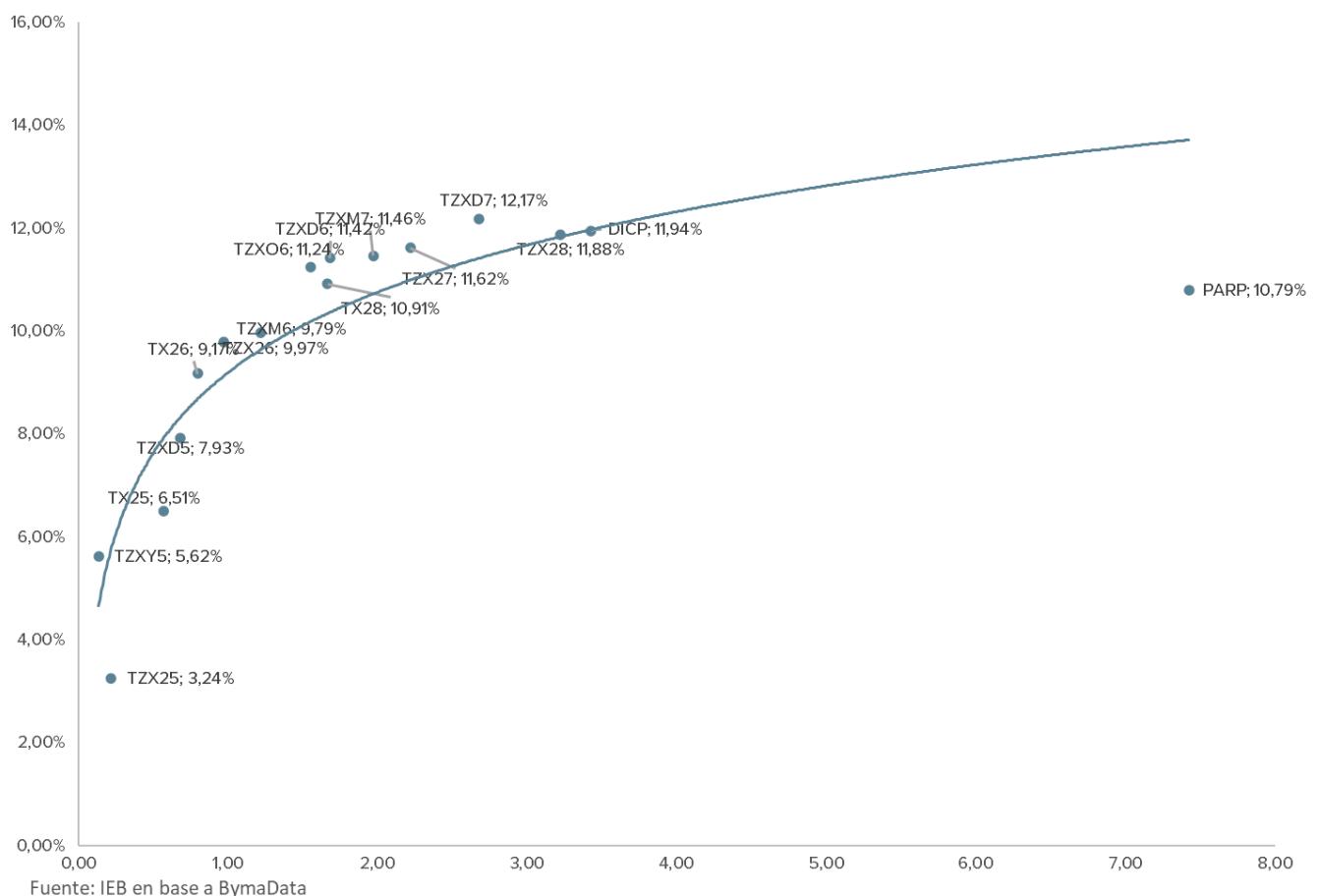


Fuente: IEB en base a BymaData

Con respecto a la curva CER, comprime la parte media de la curva en los bonos con duración mayor a 2 meses y menor a 1 año y medio, mientras que el tramo corto y la parte larga corrige, llevando al tramo corto específicamente al TZXY5 a operar en niveles de CER+5,62% y al bono TX28 a niveles de CER+10,91%. Este fenómeno se debe a la especulación del mercado respecto a una corrección cambiaria que se traduzca en una aceleración en los precios. Esto generó que los bonos atados a la inflación particularmente la parte media de la curva comprimiera dado que los inversores buscan capturar el pass through de un salto del tipo de cambio.

Como venimos citando se observó un aumento en las expectativas de inflación. Los bonos están priceando 39% de inflación BE para 2025, representa un aumento de 17,60% en términos anuales comparado a la BE esperada un mes atrás. Mientras que las estimaciones del REM proyectada por las consultoras relevadas por el central esperan un 27,5% para el año 2025. La inflación BE para el periodo de 2026 es de 12,37%, lo que muestra que se proyecta un shock para el periodo de 2025 para que luego la inflación vaya convergiendo a niveles más bajos a lo largo de 2026, por lo que en línea con lo observado los meses de marzo y abril de 2025 los bonos tienen en precios un 3.30% y para el tramo de mayo a octubre un 3%.

Curva CER



DEUDA EN DÓLARES

Con respecto a la deuda HD durante la semana corrigen un 1,65% en promedio WTD acoplados con el EMB que durante el mismo periodo está cayendo un 1,7% dentro de un contexto internacional adverso como ya habíamos anticipado, explicado por la guerra tarifaria entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, que generó una venta de los activos de riesgo a nivel global por lo que los Bonos HD ya operan arriba de 17% en el tramo corto. Esto deja en evidencia que los factores internacionales están explicando la totalidad de la evolución de los bonos locales durante las últimas dos semanas.

A esto se le suma la incertidumbre idiosincrática relacionada a la continuidad de la actual política cambiaria que incentiva el acceso de importadores al MULC generando una mala performance del central que en lo que va del mes lleva vendidos USD 310 MM. Suponiendo que en el corto plazo el país no tendrá acceso a los mercados de capitales internacionales el nuevo esquema cambiario deberá garantizar el ingreso de divisas suficiente para poder pagar los próximos vencimientos en dólares. Se rumorea que el desembolso inicial del FMI puede ser mayor al promedio de los últimos programas pero estas reservas se asume que no podrán usarse para repagar deuda.



EQUITY ARGENTINO

Desde la llegada de Donald Trump a la Casa Blanca, el mercado de renta variable global se ha enfrentado a un fuerte sentimiento negativo, impulsado por el temor a una recesión de la economía global y mayores niveles de inflación producto de los consecutivos anuncios de aranceles para los socios comerciales de Estados Unidos. Más aún, las idas y vueltas en las decisiones arancelarias y los dichos de China de “luchar hasta el final” generan un continuo sentimiento de incertidumbre para los inversores, lo que incrementó la volatilidad. Creemos que hoy el peso del contexto internacional está marcando la hoja de ruta para el equity local de corto plazo.

Es en este contexto internacional que el S&P Merval continuó su caída desde máximos históricos, a pesar de las noticias favorables locales: al acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional y la renovación total del swap con China por USD 5.000 MM. Lo que viene ocurriendo está en línea con lo que venimos planteando en varios semanales. En lo que concierne a la coyuntura local; consideramos que el mercado ya ha descontado un acuerdo con el fondo; sí, tal vez, una sorpresa positiva en cuanto a montos y cambios que sean percibidos positivamente por los inversores pueda darle algo de impulso de corto plazo. Pero los “drivers” fundamentales siguen siendo las elecciones de medio término y la salida del cepo cambiario; eventos que -en el contexto actual- parecen casi de largo plazo.

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



Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

Para completar el cuadro, la estrepitosa caída en los precios internacionales del crudo impactaron fuertemente en un sector que considerábamos como “defensivo”: Oil & Gas. Veníamos reflejando en las sucesivas calibraciones de la cartera una visión pesimista del precio del Brent. La guerra tarifaria no ha hecho más que profundizar y acelerar la tendencia que anticipábamos.

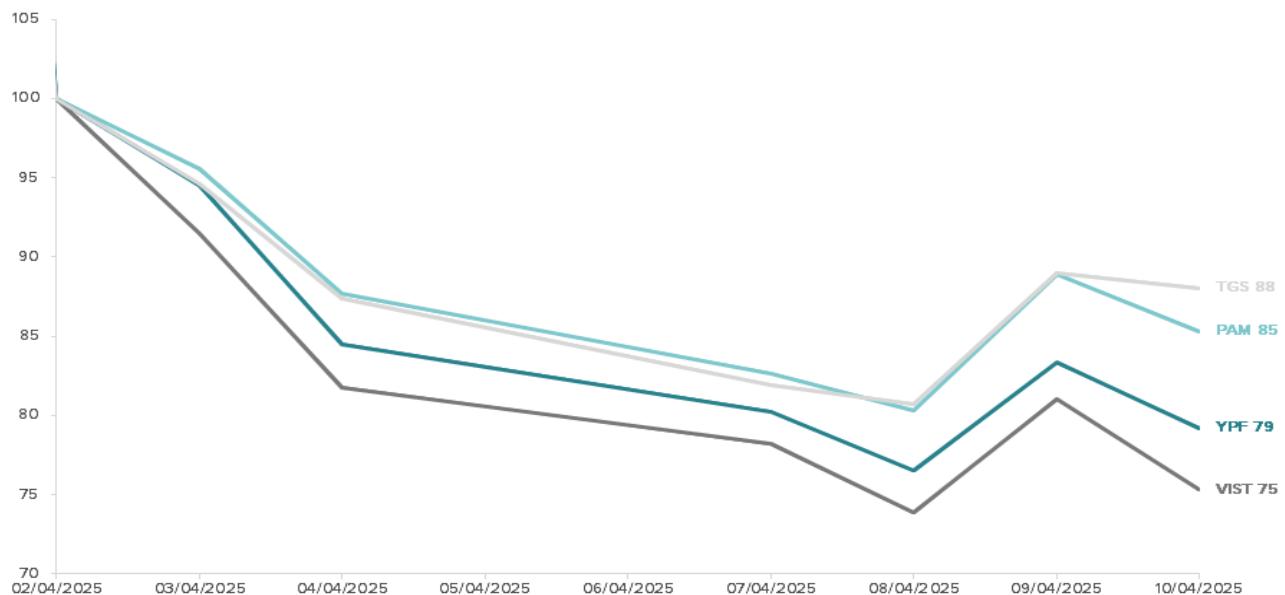
Brent vs. WTI



Fuente: IEB en base a LSEG.

Si bien el management de Vista Energy y de YPF han aclarado que aún a valores extremos de USD 40 por barril, la operación de ambas empresas se encontraría en “break even”, el impacto en las valuaciones de los actuales precios creemos que aún no descuenta un escenario tan negativo. Más bien nos inclinamos a pensar que los actuales precios factorizan un precio del Brent oscilando entre los USD 60 a USD 70. Caídas aún mayores en el precio del crudo impactarían negativamente en las acciones del sector. Pero cabe destacar que dentro del sector Oil & Gas hay empresas que tienen cierta protección: TGS y Pampa Energía. En el caso de la primera se trata de un “blend” perfecto entre un negocio regulado -el transporte de gas- y potencial de crecimiento enfocado en shale-gas y derivados.

PAM - YPF - VIST - TGS ADRs (Base 100 = Liberation Day)



Fuente: IEB en base a LSEG.

Por su parte, para el caso de Pampa Energía, el impacto en la caída del precio del crudo es -en esta etapa- aún bajo: La producción de shale-oil de Pampa recién ha comenzado a incrementarse producto de las inversiones en Rincón de Aranda, con una producción estimada de 20.000 barriles diarios hacia fin de este año (en el 4T24 la producción fue de casi 5.000 barriles diarios) y unos 45.000 barriles diarios para 2027. Es decir que en el corto y mediano plazo Pampa Energía tiene una ventana hasta lograr una mayor exposición a shale-oil que -en este momento- le juega a favor. Adicionalmente para este 2025 más del 60% de la producción se encuentra “hedgeada” a un precio de USD 72 x barril, lo cual le brinda una protección adicional.

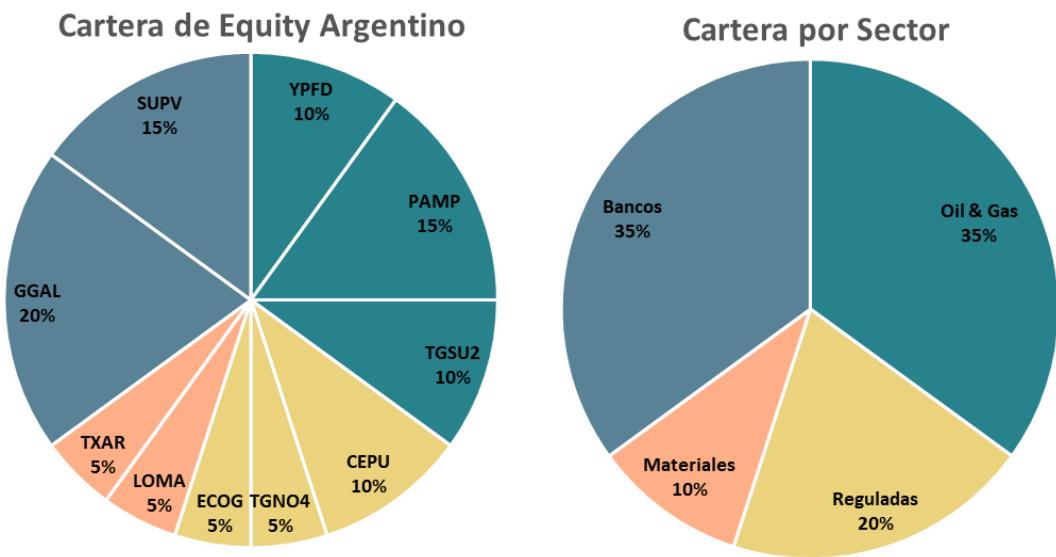
CARTERA Y ESTRATEGIA

En línea con lo que comentamos en el apartado anterior, mantenemos la tesis de sobreponer a Pampa Energía (PAMP) y Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) dentro del sector de Oil & Gas, dado que la baja o nula exposición al precio del crudo se torna favorable para ambas compañías. Mientras que YPF (YPFD) se ha correlacionado más a los precios del Brent y WTI, a pesar de su posibilidad de headgear la caída en los precios internacionales.

En el sector regulado, mantenemos la ponderación del 20% entre Central Puerto (CEPU), Transportadora de Gas del Norte (TGNO4) y Ecogas (ECOG) tras la aprobación de los nuevos cuadros tarifarios para la distribución de gas, que otorga un incremento del 2,5% para las tarifas del sector.

Mientras que para el sector materiales mantenemos nuestra elección por Ternium Argentina (TXAR) y Loma Negra, dado que los datos preliminares de producción industrial y construcción continúan mostrando una recuperación para el sector con respecto al mismo periodo del 2024. Y, a su vez, los despachos de cemento continuaron mostrando un crecimiento del 17% (YoY) durante el mes de marzo.

Finalmente, el sector bancario sigue siendo uno de los sectores con mayor ponderación en la cartera a pesar de la volatilidad que han presentado en las últimas semanas, dado que creemos continúan teniendo un gran potencial de crecimiento producto de la posibilidad de crecimiento del sector a través de préstamos al sector privado. Los cuales, continúan mostrando un incremento en los últimos meses.



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

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@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

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fhererra@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 nº 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula nº 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) nº 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) nº 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) nº 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) nº 546.