

7 de junio de 2024

Argentina Weekly

El superávit fiscal no se negocia

- **El mes pasado, la recaudación tributaria nacional marcó un incremento del 10,6% interanual en términos reales.** Este incremento en los ingresos del fisco le da aire al gobierno en materia fiscal: **anticipamos que el SPNF registró nuevamente tanto superávit primario como financiero en mayo.**
- **La Cámara de Diputados dio media sanción a un proyecto para modificar la fórmula de movilidad jubilatoria:** el Presidente aseguró que los legisladores están buscando romper con el equilibrio fiscal y que **vetará cualquier iniciativa que fuerce al gobierno a desviarse de dicho objetivo.** El impacto de la medida se estima en 0,4% del PBI.
- Se comenzó a especular con la no renovación del swap con el Banco Popular de China, lo cual implicaría la salida de USD 5.000 MM de las reservas internacionales. **Agregando el impacto de los vencimientos de bonos del Tesoro y el BCRA y los pagos a organismos internacionales, la demanda de dólares del BCRA en 2024 se acercaría a USD 15.000 MM.**
- **En relación con la deuda en pesos, la curva de lecaps continuó empinándose con las letras más largas operando con TEMs de 4,6%.** La inflación breakeven entre lecaps y CER subió sustancialmente, priceando para los últimos 4 meses del año una inflación mensual promedio de 5,10%.
- **Con respecto a la deuda hard dollar, esta sufrió una fuerte corrección del 10% en promedio.** A las dudas sobre la renovación del swap con China se sumó el revés político de la media sanción en Diputados. El mercado podría estar leyendo esto en términos políticos y asignándole mayor importancia al hecho de que la UCR y UxP hayan votado juntos que al costo fiscal que implica este proyecto.
- La combinación de diversos factores; principalmente idiosincráticos, contribuyeron a una semana negativa para el equity argentino. Mantenemos nuestra cartera, con una fuerte base de Oil & Gas: **Pampa Energía (PAMP), YPF (YPFD), Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) y Vista Energy (VIST).** Algo de reguladas, **Central Puerto (CEPU) y Transportadora de Gas del Norte (TGNO4).** En el sector bancario continuamos con nuestra elección por **Banco Macro (BMA) y Grupo Supervielle (SUPV), Ternium Argentina (TXAR) y Loma Negra (LOMA)** para el sector materiales, y finalmente **ByMA (BYMA).**

ECONOMÍA

Se conoció el primer dato económico de relevancia del mes: la recaudación de mayo. El mes pasado, la recaudación tributaria nacional marcó un incremento del 10,6% interanual en términos reales, aumentando por primera vez desde enero. Dicho incremento llegó principalmente gracias al impulso del impuesto a las Ganancias, con los cierres de balances y los resultados extraordinarios debido a la devaluación de diciembre dándole un empujón al tributo, que creció un 96,4% en términos reales. A su vez, destacamos la menor ponderación del impuesto PAIS sobre el total, el cual pasó de representar casi un 10% del total de recursos tributarios a un 4%.

	v.l.a.	2024	2023 Ajustado	2023
Ganancias Impositivo	96,4%	5.511.952	2.807.173	737.497
Ganancias Aduanero	-25,4%	188.063	252.131	66.240
IVA Impositivo	-15,8%	2.003.517	2.378.250	624.811
IVA Aduanero	-24,1%	1.183.779	1.558.740	409.511
Derechos de Exportación	11,2%	751.208	675.324	177.420
Derechos de Importación	-23,8%	270.320	354.944	93.251
Combustibles	6,4%	188.868	177.573	46.652
Bienes Personales	-78,0%	24.671	112.333	29.512
Créditos y Débitos	-24,6%	638.994	847.547	222.667
PAIS	251,9%	563.100	160.031	42.043
Subtotal Impositivo	30,7%	8.758.909	6.699.919	1.760.195
Subtotal Aduanero	-16,5%	2.411.238	2.886.752	758.404
Total Impositivo y Aduanero	16,5%	11.170.147	9.586.671	2.518.600
Sistema de Seguridad Social	-12,0%	2.209.300	2.511.636	659.854
Total Recursos Tributarios	10,6%	13.379.447	12.098.307	3.178.454
Recursos Tributarios s/ PAIS	7,4%	12.816.347	11.938.275	3.136.410

Fuente: IEB en base a AFIP

Este incremento en los ingresos del fisco le da aire al gobierno en materia fiscal. En los meses previos, el recorte por el lado del gasto estaba condicionado a compensar la caída de los ingresos para alcanzar superávit fiscal. La situación en este caso será diferente, con los ingresos acompañando y los recortes del gasto sosteniéndose en niveles similares a los meses previos, suponemos dada la vehemencia con la que el gobierno defiende su objetivo de, como mínimo, sostener el equilibrio fiscal.

Con esta información, anticipamos que el Sector Público No Financiero habrá registrado nuevamente superávit primario en el mes de mayo, acumulando \$2,3 BB previo al pago de intereses de deuda pública. Dicho excedente podría llegar a ser incluso mayor, dado que suponemos un nivel de recorte sobre el gasto similar al registrado en abril, el cual había sido sustancialmente menor al de meses anteriores. A su vez, dado el mayúsculo superávit primario, comparable al del primer mes de la gestión de Milei, difícilmente veamos pagos de intereses cancelando dicho excedente por completo, y el Tesoro habría registrado también superávit financiero.

Sector Público No Financiero - Base Caja

en millones de \$ de mayo 2024

	may-24	v.i.a	may-23 ajustado	may-23
INGRESOS TOTALES	9.731.307	11%	8.798.650	2.311.572
GASTOS PRIMARIOS	7.438.838	-24%	9.741.296	2.559.223
Gastos corrientes primarios	7.156.204	-19%	8.820.288	2.317.256
Prestaciones sociales	4.058.190	-17%	4.909.129	1.289.721
Jubilaciones y pensiones contributivas	2.082.112	-26%	2.816.845	740.038
Asignación Universal para Protección Social	182.057	9%	166.333	43.699
Otras Programas Sociales	1.818.546	-6%	1.925.951	505.984
Subsidios económicos	1.411.159	-14%	1.640.913	431.099
Gastos de funcionamiento y otros	1.202.661	-18%	1.461.491	383.961
Transferencias corrientes a provincias	70.200	-73%	263.678	69.273
Transferencias a universidades	223.482	-27%	307.485	80.782
Otros Gastos Corrientes	226.652	-5%	237.593	62.420
Gastos de capital	201.822	-78%	921.008	241.966
RESULTADO PRIMARIO	2.292.470		-942.646	-247.651
Intereses Netos			1.459.434	383.421
RESULTADO FINANCIERO			-2.402.080	-631.072

Fuente: IEB en base a Mecon

En línea con el tema fiscal, la semana se vio agitada por el debate de una modificación a la fórmula jubilatoria en la Cámara de Diputados, con el Presidente asegurando que los legisladores están buscando romper con el equilibrio fiscal y que vetaría cualquier iniciativa que fuerce al gobierno a desviarse de dicho objetivo. La nueva movilidad jubilatoria, que ya recibió media sanción en Diputados con rechazo total por parte del oficialismo, contempla un ajuste mensual en base al último dato del IPC, agregando también una compensación del 8%. A su vez, de forma anual se aplicará un ajuste adicional del 50% de la variación del RIPE y del IPC, apuntado a que las jubilaciones sigan el movimiento de los salarios y no pierdan poder adquisitivo en contextos de crecimiento.

El impacto fiscal de dicha modificación se estima en 0,4% del PBI, lo cual sería un duro golpe para el plan del gobierno, el cual apuntaba a llevar a cabo un ajuste de 3% del PBI por el lado del gasto. A su vez, este ajuste mensual podría ponerle un piso a la nominalidad de la economía, complicando otro objetivo del gobierno: el “delivery” de resultados en materia de inflación.

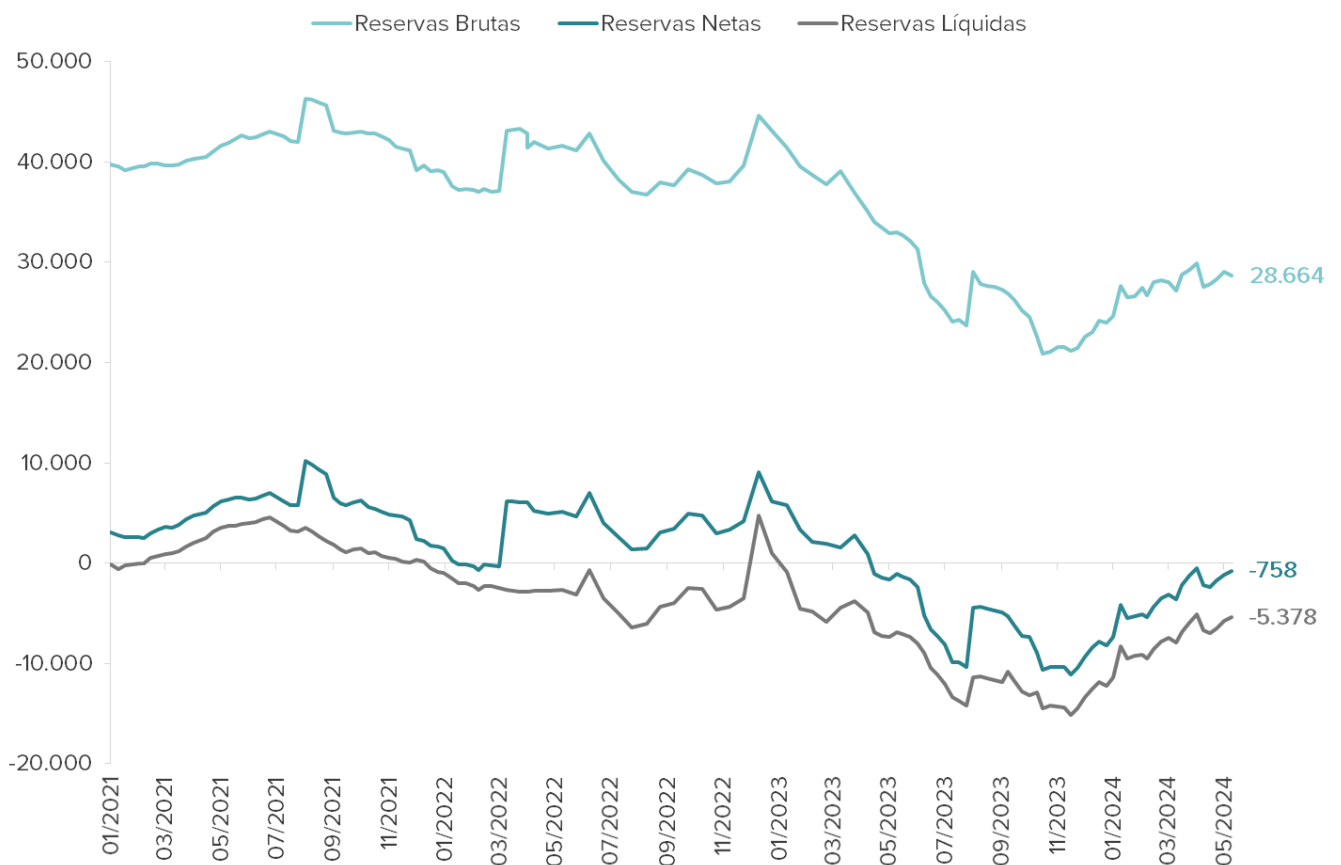
Por otro lado, una noticia que generó revuelo en la semana fue la especulación de que el swap con el Banco Popular de China no se renovará, lo cual implicaría la salida de aproximadamente USD 5.000 MM de las arcas del BCRA. La preocupación por dicho egreso de dólares se magnificó teniendo en cuenta que en julio el Tesoro debe afrontar el pago de capital e intereses de Globales y Bonares, lo cual incrementa la salida de divisas en USD 2.450 MM. A su vez, el gobierno debe afrontar pagos al FMI y otros organismos internacionales, y esos dólares nuevamente serán adquiridos al BCRA, mientras que la propia autoridad monetaria deberá hacer frente a vencimientos de capital e intereses de los Bopreales. En total, el BCRA podría ver cerca de USD 15.000 MM salir de sus reservas internacionales, sin tener en cuenta los desembolsos del FMI.

Estas necesidades de dólares no están pudiendo ser respaldadas por el lado de la oferta, con el BCRA encontrando cada vez más dificultades para sostener las elevadas compras de los meses previos. Pese a la mayor liquidación por factores estacionales, el BCRA se encuentra comprando divisas a un menor ritmo que hace unas semanas, incluso desprendiéndose de dólares en su intervención en el MULC en días particulares. Atribuimos este menor ritmo de acumulación de dólares a la paulatina normalización del acceso a divisas para importadores, agregando el impacto de la leve recuperación mes a mes de la actividad económica (lo cual impulsa las importaciones).

Más allá del gran trabajo que se ha llevado a cabo desde el 10 de diciembre en el BCRA, llevando las reservas netas desde un nivel negativo en más de USD 11.000 MM a un nivel cercano a cero, la elevada demanda de dólares sin oferta que la respalde comienza a encender algunas alarmas. Dados los volúmenes actuales en el MULC, el requisito que había planteado el gobierno de USD 15.000 MM adicionales para la remoción de los controles de capitales resulta difícilmente asequible, y la salida de dólares esperada para el 2024 torna una salida ordenada del cepo aún más complicada.

Será clave con la mirada puesta en la liberación del cepo minimizar las pérdidas de dólares para lo que resta del año (vale la pena aclarar que aún no hay ninguna confirmación oficial en lo que respecta a la renovación del swap), y reforzar las reservas como sea. Un desembolso del FMI, algún otro organismo internacional, o incluso el Tesoro americano, como algunos especulan, sería una gran noticia para el gobierno con esa meta en mente.

Reservas Brutas, Netas y Líquidas

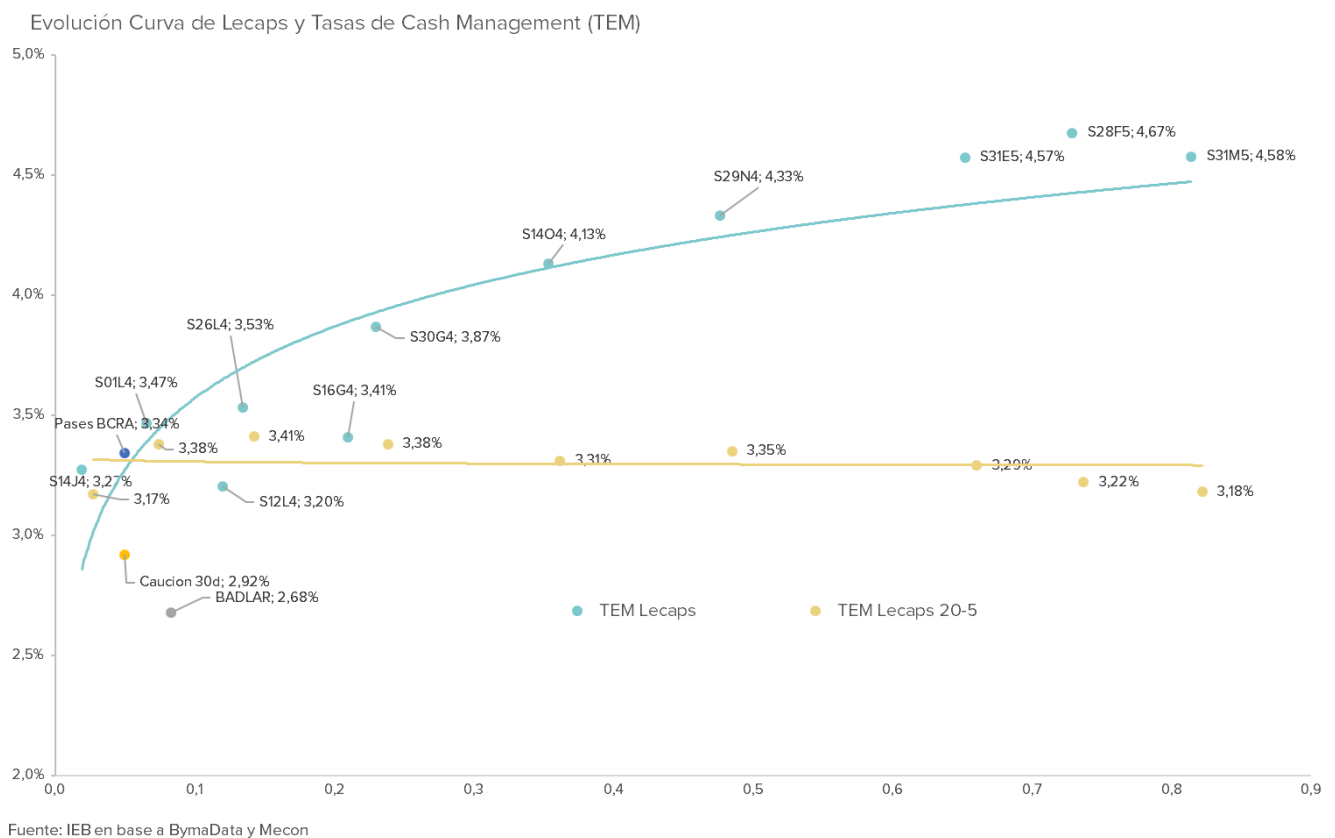


Fuente: IEB en base a BCRA

DEUDA EN PESOS

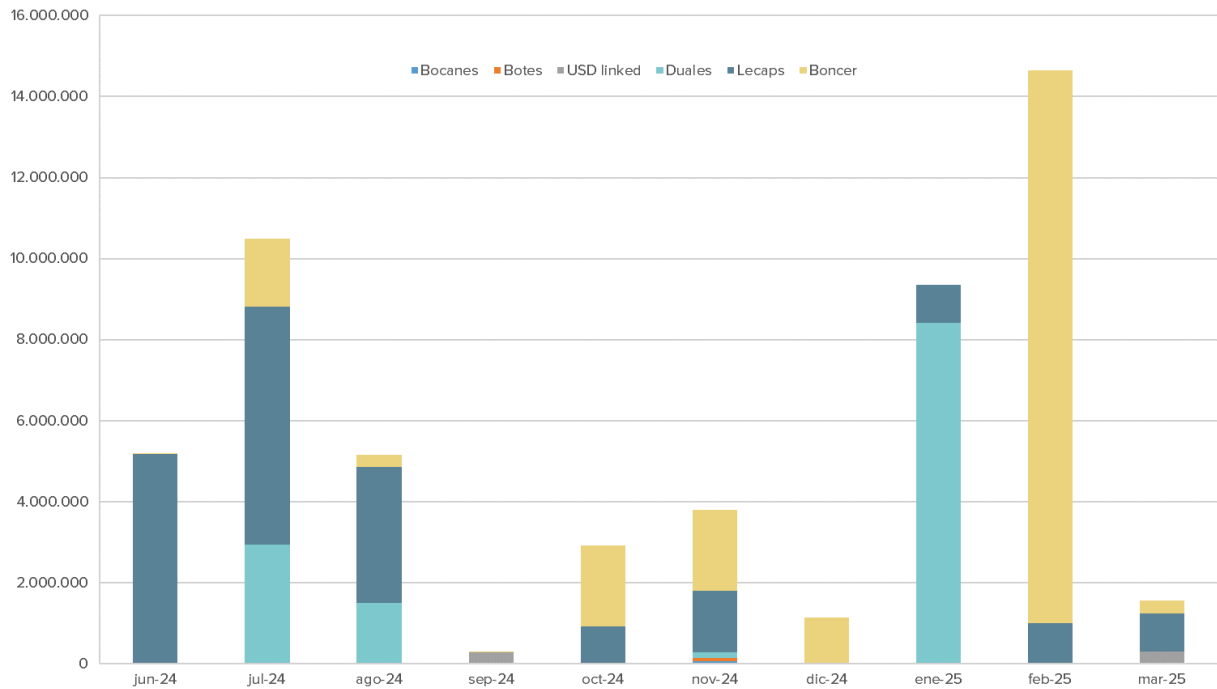
La curva de lecaps continuo con la misma tendencia de la semana pasada corrigiendo fuertemente desde octubre en adelante mientras que las letras más cortas parecen haber encontrado un piso cuando se acercaron a la tasa de caución. De esta forma la curva continuó empinándose. Mientras que la parte corta opera con TEMs similares a la de semanas previas, el tramo largo opera con TEMs 1,5% por arriba de lo que lo hacía dos semanas atrás.

La curva CER volvió a estar floja ayer y esta semana se encuentra casi neutra en el tramo medio y largo, mientras que el tramo corto resistió un poco mejor. Los bonos dólar linked, si bien suben 2,8% en promedio en línea con los futuros de Rofex, lo hacen con poco volumen.



Por otra parte, luego de que en la última licitación el Tesoro colocará \$3,5 BB de lecaps habiendo recibido ofertas por \$16,67 BB, se comienza a formar un perfil de vencimientos de la deuda en pesos que genera cierta inquietud. En los próximos 10 meses existen vencimientos por cerca de \$45 BB, a lo que habría que sumarle los pases que el gobierno quiere migrar a lecaps. El monto de pases asciende a \$18,4 BB de los cuales \$6,2 BB se encuentran en manos de bancos privados. Esto produciría una concentración de vencimientos mensuales promedio de \$6 BB que podrían ser mayores en los meses más próximos si el gobierno continúa licitando lecaps cortas. Si bien es cierto que no debería tener problemas en rollear como venía haciendo si se mantienen las cuentas fiscales en línea, los vencimientos mensuales lucen abultados a priori. La próxima licitación será el próximo miércoles 12/6 y se anunciará el lunes. En esta oportunidad el Tesoro enfrenta vencimientos por alrededor de \$5 BB correspondientes a la Lecap S14J4.

Perfil de vencimientos deuda en pesos hasta marzo 2025 (en ARS MM)



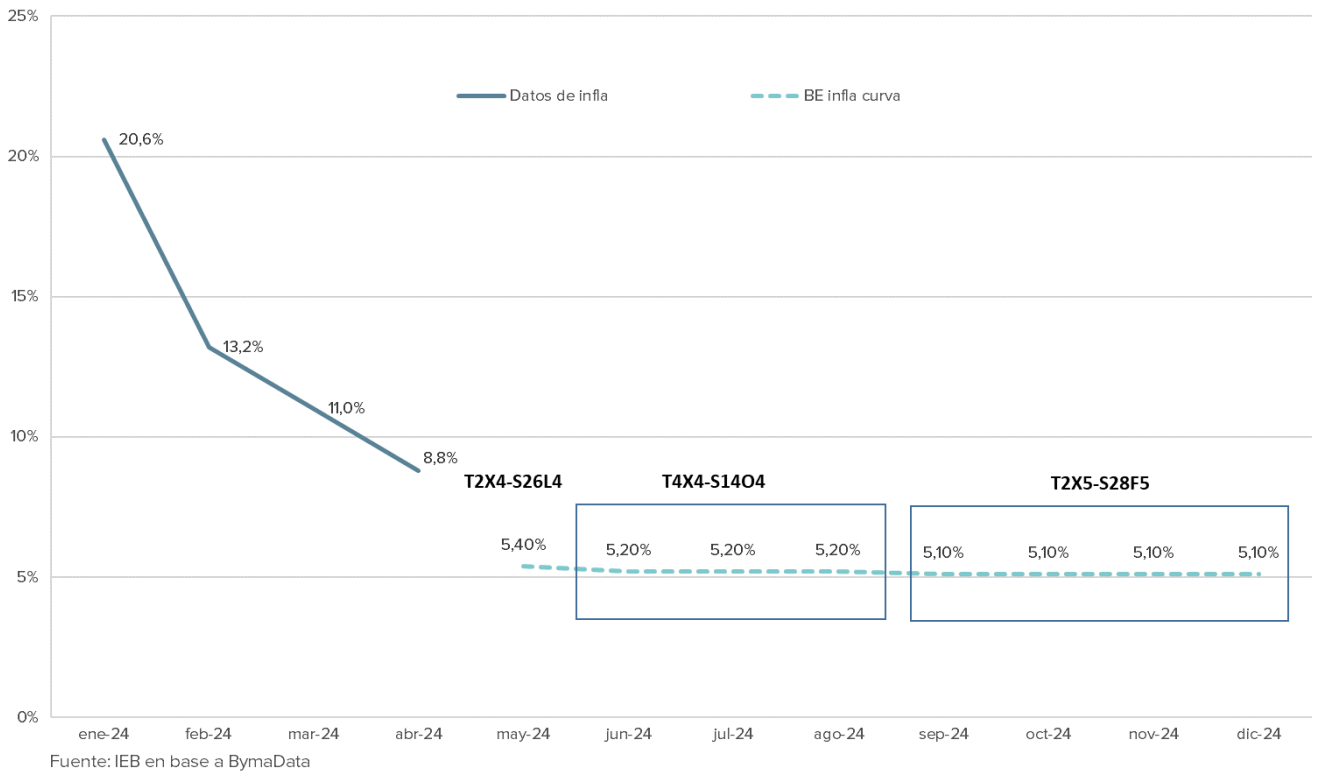
Fuente: IEB en base a Mecon

La inflación breakeven entre la curva de lecaps y los bonos CER mostró una recalibración en las expectativas de inflación para este año, priceando para los últimos 4 meses del año una inflación mensual promedio de 5,1% lo que arroja una inflación acumulada para el 2024 de 147% cuando semanas atrás esperaba niveles de 128%.

El mercado empezó a pricear un escenario de inflación más resiliente a la baja producto del aumento de la brecha, la indexación retrospectiva de precios de la economía, especialmente salarios y jubilaciones. En relación a las jubilaciones, el proyecto de cambio de la fórmula jubilatoria que tuvo media sanción en Diputados sería expansivo en términos del gasto poniendo una presión adicional sobre los precios. La suba de gas y luz en junio puede hacer que este mes marque el primer mes sin un descenso respecto al mes previo.

Por otra parte, con las lecaps rindiendo en torno a 4,6% TEM el mercado piensa que no volverá a haber otro recorte de tasas. El diferencial tan pequeño entre las tasas en pesos y el crawling hace que el retorno adicional de estar en pesos sea de 0,50% mensual aproximadamente. Esto hace que la liquidación de los exportadores haya aminorado el ritmo, sumado a la ampliación de la brecha que hace pensar que el tipo de cambio está demasiado apreciado. Frente a esto, un nuevo recorte de tasas dejaría la tasa de plazos fijos y cuentas remuneradas por debajo del crawling de 2% desincentivando totalmente la liquidación.

Inflación Breakeven Lecaps-CER

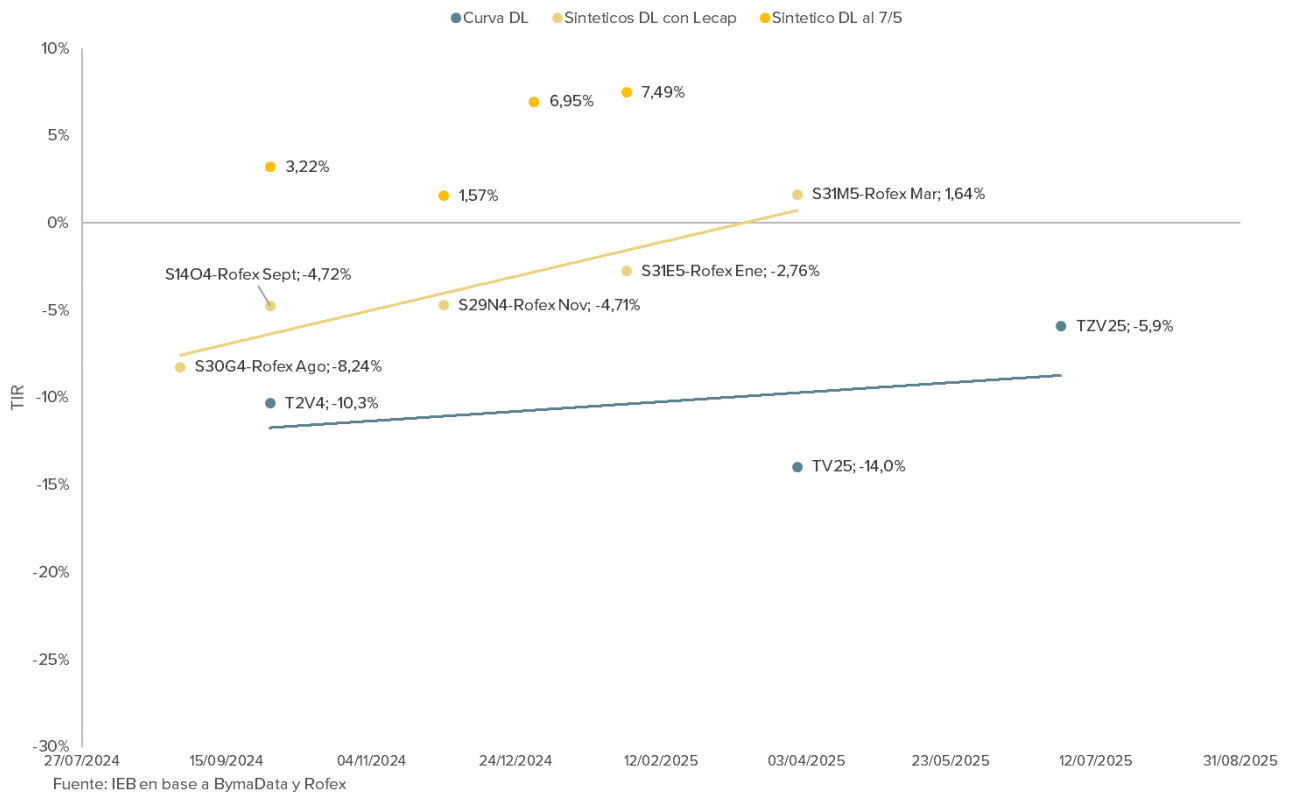


Si bien seguimos prefiriendo mantenernos cortos en duration tanto en lecaps como en CER, dada la fuerte corrección del tramo largo de lecaps y la inflación breakeven que se incrementó considerablemente, podría existir valor en las letras más largas.

La brecha cambiaría en torno a 45% volvió a hacer atractivas las posiciones en dólar linked que podrían capturar el cierre de la brecha ante un eventual levantamiento del cepo. Para quienes quieran tomar posiciones en dólar linked seguimos prefiriendo el armado de sintéticos DL con lecaps que si bien comprimieron en las últimas semanas aún vemos atractivo en los sintéticos de noviembre y enero.

Finalmente, para la gestión de liquidez seguimos optando por el fondo IEB Ahorro Plus (T+1) que actualmente tiene una TIR de 69%, rindiendo por arriba de un plazo fijo incluso de los fondos Money Market, dado el diferencial de rendimientos entre las Lecaps (3,5% TEM) y los plazos fijos o cuentas remuneradas (en torno a 2,67% TEM).

Sintéticos DL vs curva DL



DEUDA EN DÓLARES

Los bonos hard dollar se desploman y borran todo el rebote de la última semana. Operaron a la baja cinco ruedas consecutivas acumulando una caída de 10% en promedio. Desde los picos de mediados de abril acumulan una caída de 17% llevando los títulos a operar en niveles de marzo. El riesgo país en consecuencia se disparó a 1.585 pbs desde los mínimos de 1.080 pbs. **A las dudas sobre la renovación del swap con China (vencen USD 5.000 MM que habría que pagar entre junio y julio) se sumó el revés político de la media sanción en Diputados de una nueva fórmula jubilatoria que tendría un costo en torno a 0,5% del PBI.**

De todas formas el mercado podría estar leyéndolo en términos políticos y asignándole mayor importancia al hecho de que la UCR y UxP hayan votado juntos que el costo fiscal que implica este proyecto. El clima internacional fue constructivo para los bonos emergentes con la tasa del tesoro americano a 10 años recortando 23 pbs durante esta semana ubicándose actualmente en 4,28%.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



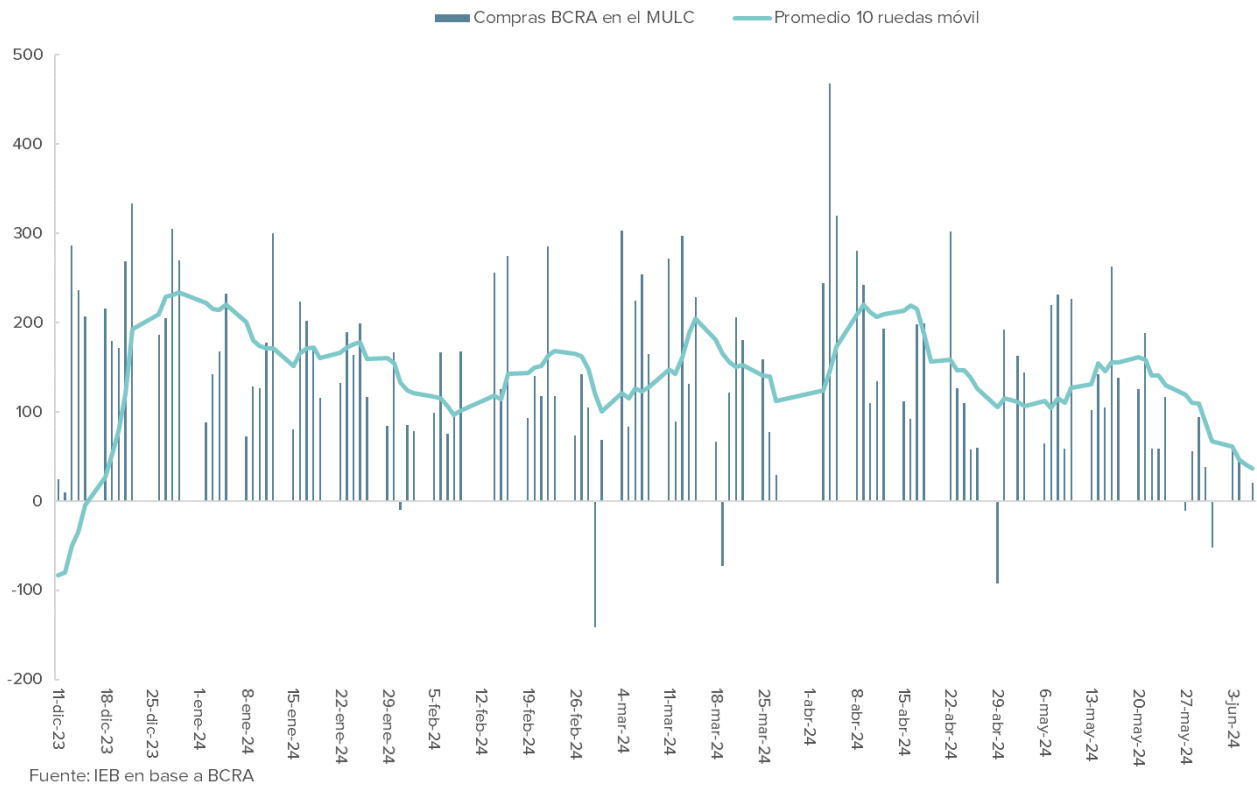
Fuente: IEB en base LSEG.

Por otra parte los bopreales no resultaron ajenos a este pesimismo del mercado y corrigieron 3,2% en promedio durante la semana. Los bonos del central vuelven a ser más defensivos en relación a los bonos del Tesoro. El boperal de menor duration (BPJ5C) cayó solo 1,25% durante la semana y rinde actualmente 13,98% contra cable.

La liquidación en el MULC sigue muy baja y el central bajó el ritmo de compras de divisas en las últimas semanas siendo esta parte del año la de mayor oferta en términos estacionales lo que genera cierto pesimismo en el mercado. De las últimas nueve ruedas el central vendió en tres de ellas, con un promedio de compras diarias de USD 28 MM lo que representa un mínimo para esta gestión.

Con las reservas netas negativas, el mercado se impacienta frente a las necesidades de dólares que tiene el gobierno por delante, que solo en 2024 suman alrededor de USD 15.000 MM lo que incluye bonos hard dollar, bopreales, demanda por pago de ONs y provinciales, a lo que se suma la incertidumbre sobre la renovación del swap.

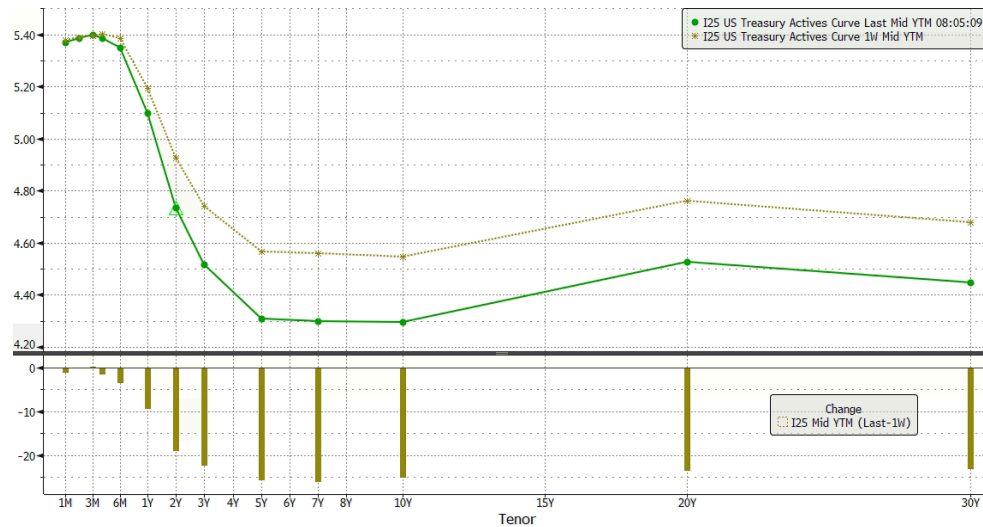
Compras del BCRA en el MULC



Argentina necesita comprimir tasas para llevar al riesgo país a niveles de 800 pbs y así volver a los mercados internacionales evitando una reestructuración. Aun tiene tiempo dado que el vencimiento de julio es de MM 2.560 MM, lo que parece manejable y recién en enero del 2025 los vencimientos se vuelven más exigentes totalizando USD 4.360 MM. **Preferimos continuar diversificando con bonos corporativos hard dollar, donde nos gusta Telecom 2026 (TLC10) y Tecpterol 2026 (TTC70) como también en los bopreales de menor duration dado que este mal humor del mercado puede extenderse mientras continúe la discusión de la Ley Bases.**

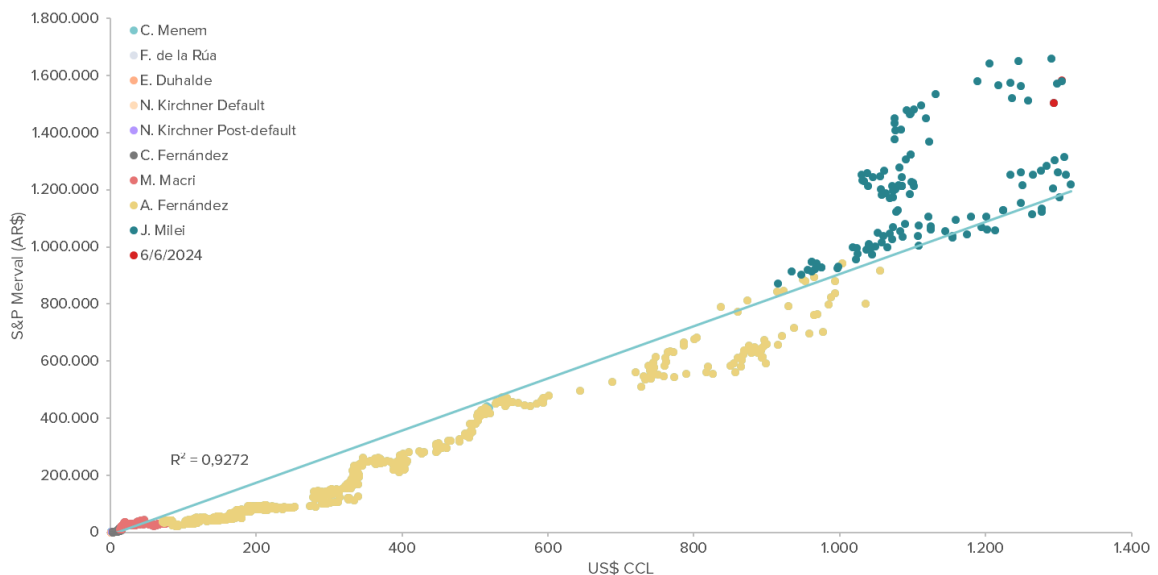
EQUITY ARGENTINO

La combinación de diversos factores; principalmente idiosincráticos, contribuyeron a una semana negativa para el equity argentino. Con un contexto internacional relativamente calmo para el equity; la tasa a diez años del Tesoro de EE.UU. comprimió significativamente de los valores observados la semana anterior.



Pero centrémonos, entonces, en los factores locales. En primer lugar podemos destacar la despertada de los dólares financieros; el US\$ CCL tuvo un importante movimiento alcista (ver sección Economía) que repercutió directamente en el S&P Merval.

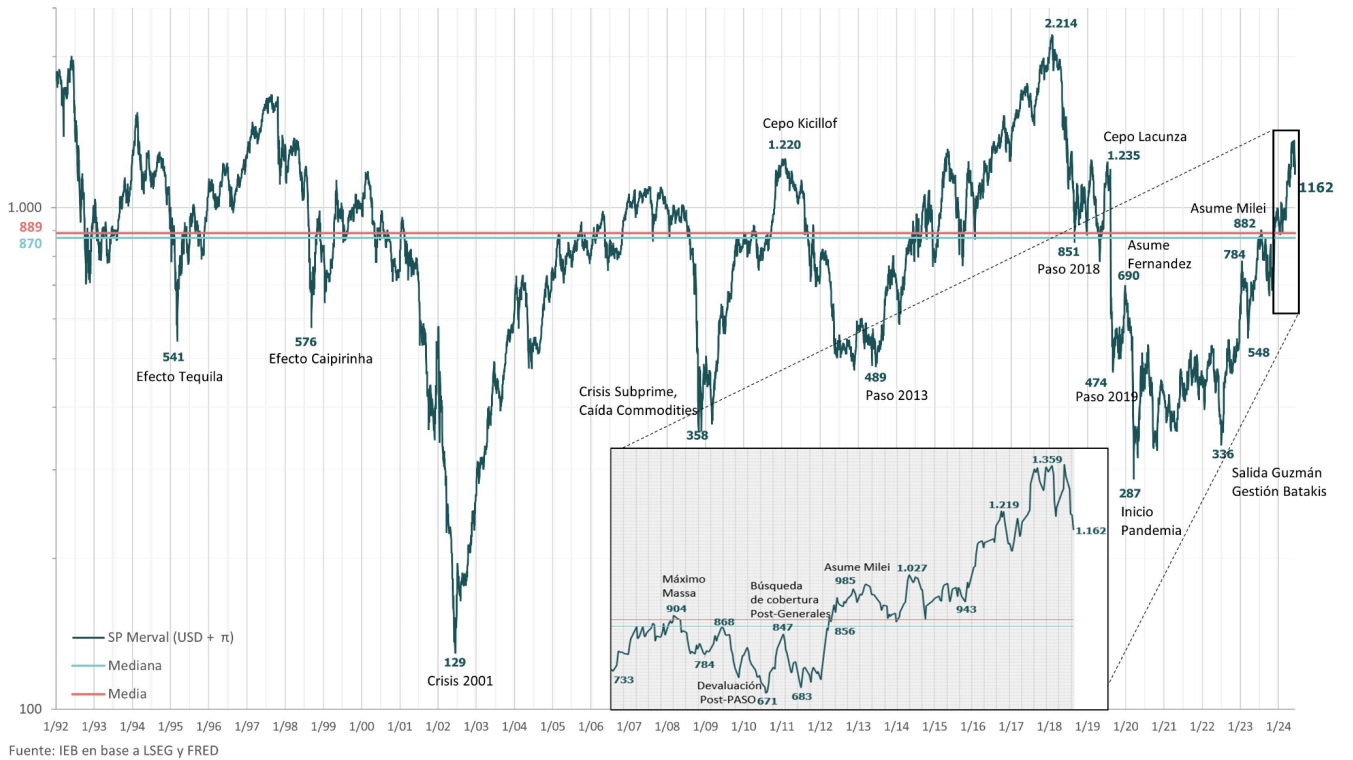
Correlación US\$ CCL vs S&P Merval (AR\$)



Fuente: IEB en base a LSEG y BymaData

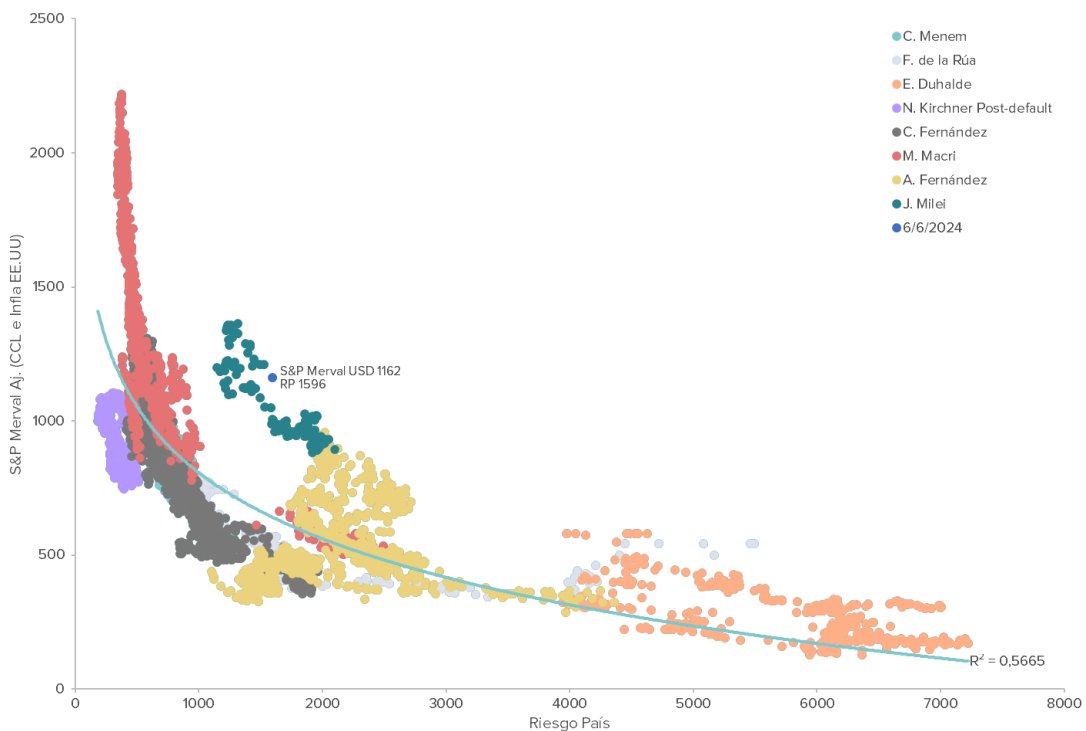
Queda claro que con el desvío importante que venía mostrando el S&P Merval una suba del US\$ CCL casi que pre anunciaba un ajuste del equity medido en US\$ CCL. Eso fue lo que ocurrió; era muy improbable que ante una escalada del US\$ CCL (que se explica por una oferta que parece reducirse y una demanda que se amplía -pago soberanos en julio, amortización Bopreal 25, y la noticia de la cancelación de parte del swap con China) el S&P Merval en AR\$ ajustará al alza como para compensar esta incertidumbre.

S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



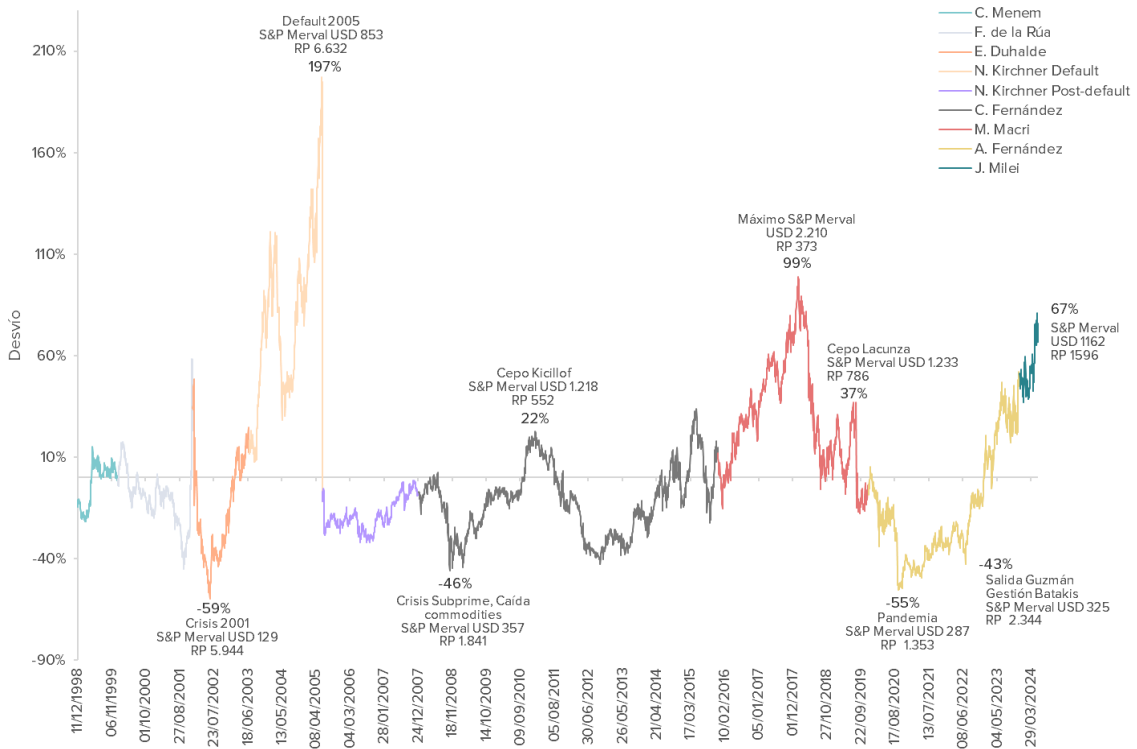
En segundo lugar, tenemos otro factor que es consecuencia del anterior: incertidumbre que se trasladó al mercado de renta soberana llevando el riesgo país a niveles de 1.500 puntos. El alto desarbitraje que venía mostrando el equity argentino por sobre los niveles de riesgo país asociados lo hacía extremadamente sensible a variaciones en el riesgo soberano.

Correlación S&P Merval Aj. (CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País (deuda "performing")



Nuevamente un ajuste tan brusco del valor de la deuda soberana (o su contracara, una suba del riesgo país) impactaron negativamente en el mercado de equity local.

Desvío S&P Merval contra Correlación histórico



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMAData.

Hacia adelante esperamos que el mercado de acciones argentino quede a la expectativa de lo que ocurra en los frentes político y económico. El devenir de la Ley Bases será clave, la evolución del US\$ CCL y el riesgo país también jugarán un papel preponderante. **Hoy el mercado de equity argentino mira más la política y la economía de corto plazo; y ya no tanto la promesa de una Argentina 2025 en crecimiento.**

S&P Merval (aj. CCL e inflación EE.UU) vs. Soberanos (base 100 = 17/11/2005)



Fuente: IEB en base a LSEG.

Los inversores ya tomaron sus posiciones apostando a ello, ahora quedarán atentos a cómo evoluciona la gobernabilidad y las formas en las que se expresan las dificultades de la misma (US\$ CCL, riesgo país, etc.). Esto es importante porque como mencionamos en semanales anteriores, tomar una posición importante en el mercado de equity argentino lleva tiempo y los inversores no desarman posiciones hasta que la situación “no da más”. Es la asimetría de liquidez entre el mercado de deuda soberana y el de equity que hace que cuando los inversores decretan un “game over”, el desarme de posiciones es violento y el ajuste de precios brutal (tal como se observa en el gráfico anterior).

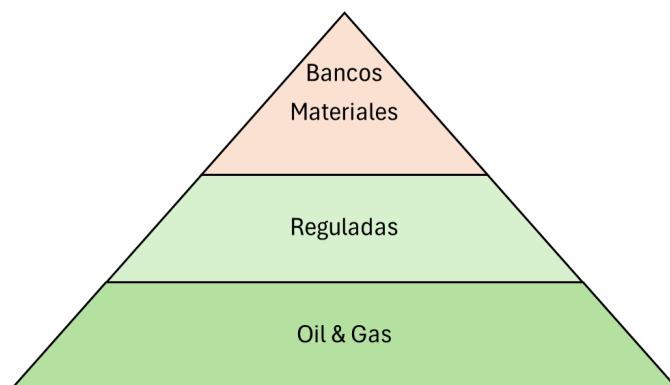
Estrategia y Cartera

Creemos que nuestra estrategia de preservar una cartera con una fuerte base de compañías pertenecientes al sector de Oil & Gas sigue siendo una buena idea, ya que continúan mostrando ser uno de los sectores con mejores fundamentos y perspectivas de crecimiento a futuro. Dentro de este sector nos gustan principalmente **Pampa Energía (PAMP), YPF (YPFD), Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) y Vista Energy (VIST)**.

Continuando en la escala de ponderación, vemos oportuno mantener compañías que puedan favorecerse de un incremento en las tarifas, dentro de las cuales nos gustan **Central Puerto (CEPU) y Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)**.

Por el lado del sector bancario, **nos sigue gustando Banco Macro (BMA), seguido de Grupo Supervielle (SUPV)**. **Mientras que dentro del sector de materiales nos resultan atractivas Ternium Argentina (TXAR) y Loma Negra (LOMA)**.

Finalmente, en cuanto al sector financiero no bancario, mantenemos a Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) que ha sabido mostrar defensividad y una gran capacidad para capturar el crecimiento que viene experimentando el mercado de capitales argentino.



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

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIÉCHOWSKI

Head of Equity Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

PALOMA MINOR

Analista Jr.

pminor@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.