

21 de marzo de 2025

Argentina Weekly

Una de cal y una de arena

- La principal ancla en que se apoya el programa económico del gobierno continúa cumpliéndose a rajatabla: **el Sector Público No Financiero registró en febrero superávit primario por \$1.176.915 MM, y superávit financiero de \$310.726 MM luego de pagos de intereses de deuda pública por \$866.189 (principalmente debido a pagos al FMI por USD 648 MM).**
- No obstante, así como a lo largo del 2024 vimos con buenos ojos el sostenimiento de superávits gemelos (es decir, fiscal y comercial), los recientes datos de la balanza comercial comienzan a mostrar un cierto deterioro que acompaña a las dudas con respecto a la debilidad del sector externo: **la balanza comercial de bienes registró un superávit de USD 227 MM, implicando un deterioro de USD 1.182 MM con respecto a febrero de 2024.**
- **La ratificación en la Cámara de Diputados del DNU que aprueba el acuerdo con el FMI es una gran noticia para los mercados**, disipando la incertidumbre política y acercando al gobierno a la salida del cepo. De todas formas, **la firma del acuerdo es condición necesaria pero no suficiente para remover los controles de capitales, y la acumulación de reservas deberá continuar a lo largo del año.**
- **Los títulos a tasa fija** venían comprimiendo en la parte corta de la curva luego de la licitación donde las tasas de corte estuvieron por debajo del secundario, mientras la parte larga de la curva seguía corrigiendo haciendo que la curva se ponga “flat”. Este fenómeno se debe a la resistencia que está mostrando la inflación a la baja y la especulación de un aumento futuro de tasas. Adicionalmente, esta semana la curva de tasa fija se vio golpeada por el desarme de posiciones en carry frente a la mayor volatilidad de los FX financieros.
- **Con respecto a la deuda HD** se puede observar que esta semana hasta el martes cayeron un 2% en promedio, mientras que el miércoles con la noticia de la aprobación del DNU que acepta el acuerdo con el FMI comprimieron en promedio un 1,6% aunque WTD siguen abajo por 0,5% moviéndose desacoplados al EMB que subió un 0,6% WTD. Desde el lado de los fundamentals macro vemos que los mismos se mantienen muy robustos.
- **Alcanzado el máximo histórico en los USD 2.369, el S&P Merval comenzó un proceso de corrección que empieza a mostrar signos de debilidad.** En este contexto, creemos importante recapitular sobre los escenarios planteados a principio de año y realizar algunos ajustes. Nuestro escenario base se mantiene optimista y contempla un potencial retorno del 40% en dólares para índice de acciones local.
- **Tras el rebalanceo de la cartera en nuestro semanal anterior, optamos por mantenerla sin modificaciones.** Continuando con un 35% asignado al sector bancario y 35% a Oil & Gas, mientras que el 30% restante lo distribuimos entre reguladas (20%) y materiales (10%).

ECONOMÍA

A comienzos de la semana se conoció que la principal ancla en que se apoya el programa económico del gobierno continúa cumpliéndose a rajatabla: el Ministerio de Economía comunicó que **el Sector Público No Financiero registró en febrero superávit primario por \$1.176.915 MM, y superávit financiero de \$310.726 MM luego de pagos de intereses de deuda pública por \$866.189 (principalmente debido a pagos al FMI por USD 648 MM)**. Con estos datos, el SPNF lleva acumulado en el 2025 un superávit primario de 0,5% del PIB y un superávit financiero de 0,1% del PIB, dando mayor fortaleza al ancla fiscal luego de un 2024 que sorprendió a todos por la fuerza que se le dio a la misma.

Resultado Financiero ajustado por inflación (AR\$ MM)

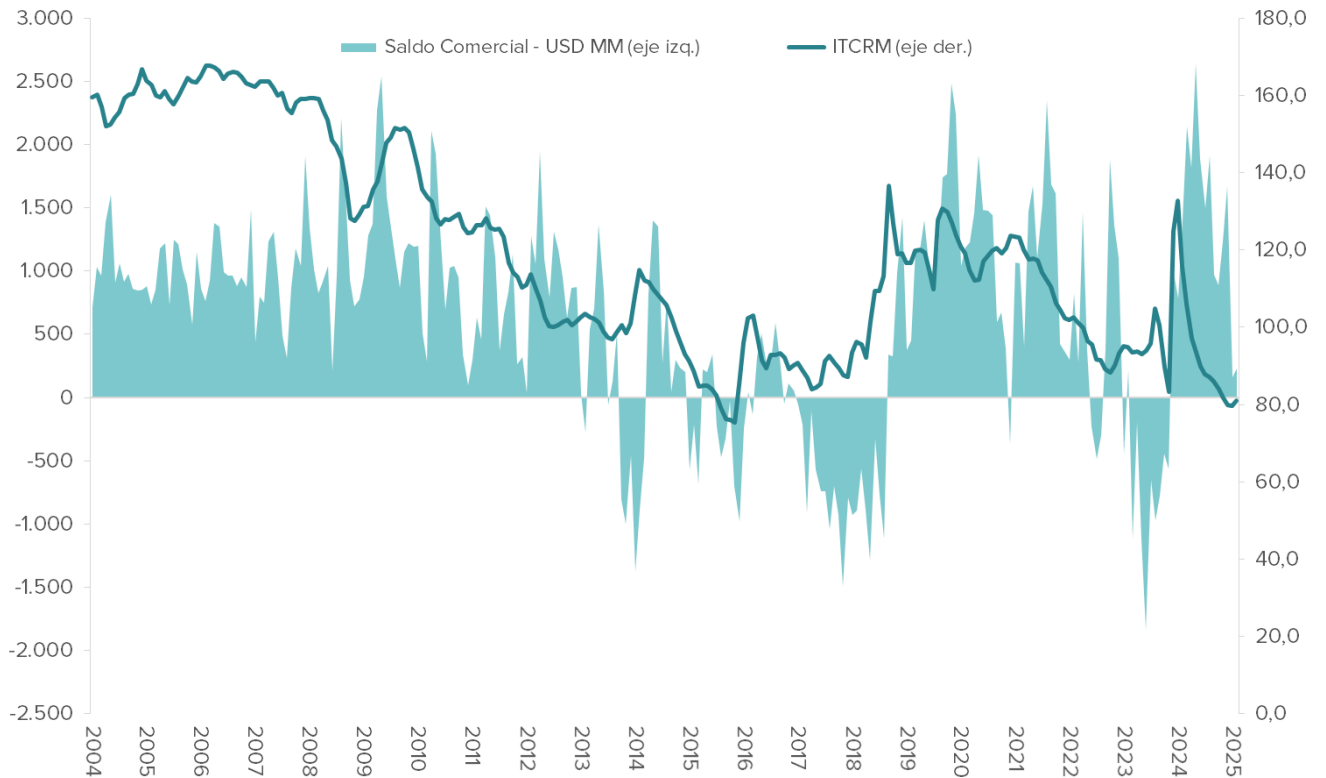


Fuente: IEB en base a Mecon e Indec

En detalle, dicho superávit se alcanzó como resultado de un **crecimiento del 5,5% real en los ingresos**, particularmente de aportes y contribuciones a la seguridad social, empujado también por el impuesto a las ganancias y los derechos de exportación, los cuales no se vieron afectados por la reducción en las retenciones. A su vez, **el gasto primario subió 19,2% en términos reales** con incrementos fuertes en prestaciones sociales (+31% real), siendo además el rubro con mayor peso en el total del gasto, y en las transferencias a provincias (+340% real). Esto **no debería resultar alarmante ni debería interpretarse como una señal de debilitamiento del ancla fiscal**, dado que se da como resultado de la comparación contra una base mucho menor (en febrero de 2024 ya había comenzado a llevarse a cabo la reducción del gasto público) y se condice con la recomposición del nivel de actividad: **si comparamos el nivel actual de gasto primario con el de febrero de 2023 se ha dado una reducción superior al 24% en términos reales**. Asimismo, resulta interesante remarcar que el único rubro del gasto que presentó una variación real negativa, al igual que en enero, fueron los subsidios.

No obstante, así como a lo largo del 2024 vimos con buenos ojos el sostenimiento de superávits gemelos (es decir, fiscal y comercial), los recientes datos de la balanza comercial comienzan a mostrar un cierto deterioro que acompaña a las dudas con respecto a la debilidad del sector externo. En concreto, el Indec informó el miércoles por la tarde **que la balanza comercial de bienes registró un superávit de USD 227 MM, implicando un deterioro de USD 1.182 MM con respecto a febrero de 2024 producto de un incremento del 42,3% en las importaciones frente a uno del 10,1% en las exportaciones.**

Saldo Comercial y Tipo de Cambio Real



Fuente: IEB en base a Indec y BCRA

En detalle, las exportaciones crecieron como resultado de un incremento del 12% en las cantidades y una caída del 1,6% en los precios. Por su parte, las importaciones crecieron producto de un incremento del 55,4% en las cantidades importadas, mientras que los precios disminuyeron un 8,5%. **Este fuerte crecimiento de las importaciones responde a una dinámica esperable y positiva, con el repunte de la actividad económica a un ritmo acelerado empujando las necesidades de importación, aunque tampoco debería ignorarse el impacto de la apreciación del tipo de cambio, empujando al abaratamiento de la importación.**

Más allá de que se haya registrado superávit, el fuerte deterioro del saldo comercial visto de forma aislada puede interpretarse como una mala noticia, agregando también que enero ya había llegado con una caída importante en el saldo comercial positivo con respecto al 2024 y que los términos de intercambio mejoraron a comparación de un año atrás. Dicho esto, **la llegada de la cosecha gruesa empujará la balanza comercial en los próximos meses.** De todas formas, **de cara al segundo semestre quedará por verse el impacto de la reversión en la balanza comercial energética sobre el total del saldo comercial, agregando el sostenimiento del régimen actual de tipo de cambio y la continuación de la apreciación del tipo de cambio real, aunque a un ritmo menor** (el dólar se ha debilitado en las últimas semanas y el real se ha apreciado, favoreciendo la competitividad del peso).

La noticia del deterioro de la balanza comercial llega además en un contexto de elevada volatilidad producto de la incertidumbre con respecto al futuro del esquema cambiario actual, con el mercado interpretando algunas declaraciones del Ministro de Economía como señal de que próximamente llegarán novedades con respecto al mismo, con preguntas acerca de qué condiciones incluirá el incipiente acuerdo con el FMI, y con el BCRA vendiendo divisas en el MULC luego de una impresionante racha que lo llevó a acumular más de USD 3.000 MM desde comienzos de año. **Esa incertidumbre, pese a que desde el equipo económico aseguraron que no se llevará a cabo una devaluación ni que el FMI lo ha solicitado, llevó al CCL a trepar hasta \$1.290, alcanzando máximos nominales desde septiembre, y a la brecha cambiaria a superar el 20%, máximos desde octubre.**

Brecha CCL/Oficial



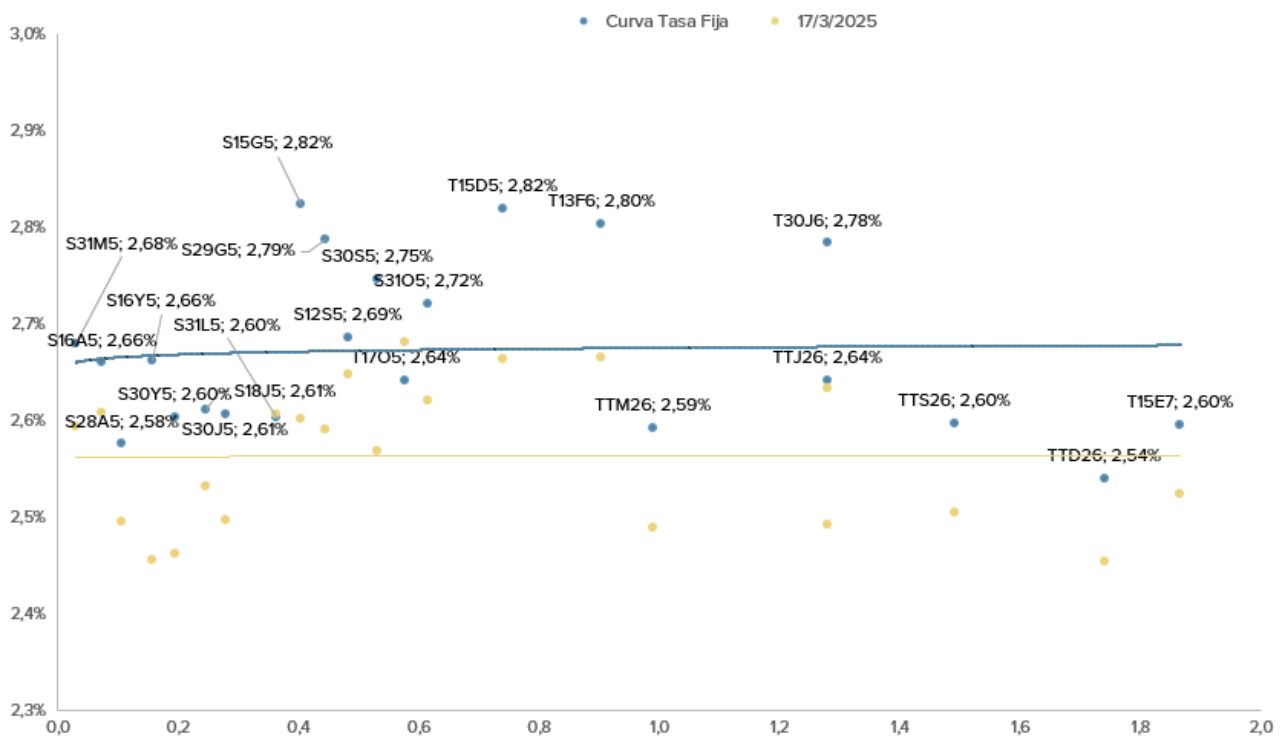
Fuente: IEB en base a BCRA y LSEG

Más allá de que las condiciones del acuerdo no se conocen aún, al igual que los desembolsos que lo acompañarán (se conoce únicamente la tasa: 5,63%), **la ratificación en la Cámara de Diputados del DNU que lo aprueba es una gran noticia para los mercados**, disipando la incertidumbre política y acercando al gobierno a la salida del cepo. Agregamos también que, de acuerdo a trascendidos periodísticos, **el acuerdo llegaría recién a mediados de abril**. De todas formas, tal como hemos mencionado en reportes anteriores, **la firma del acuerdo es condición necesaria pero no suficiente para remover los controles de capitales, y la acumulación de reservas deberá continuar a lo largo del año. Aún así, los anclajes fundamentales del programa económico (fiscal y monetario) se mantienen indemnes.**

DEUDA EN PESOS

Los títulos a tasa fija venían comprimiendo la parte corta de la curva luego de la licitación donde las tasas de corte estuvieron por debajo del secundario, mientras la parte larga de la curva seguía corrigiendo haciendo que la curva se ponga “flat”. Este fenómeno se debe a la resistencia que está mostrando la inflación a la baja y la especulación de un aumento futuro de tasas debido a la presión que genera la demanda de pesos con la base monetaria ampliada fija. Adicionalmente, esta semana la curva de tasa fija se vio golpeada por el desarme de posiciones en carry frente a la mayor volatilidad de los FX financieros.

Desplazamiento de la curva de Lecaps/Boncaps/Duales



Fuente: IEB en base a BymaData y Mecon

El martes en consecuencia de la incertidumbre que se presentó en los FX financieros, con los dichos de Caputo que no podía dar certeza de la continuación del crawling peg en 1%, sumado a las especulaciones del acuerdo con el FMI, generaron que la curva de tasa fija corrija fuertemente y los boncaps llegaron a operar en 3% TEM. Actualmente se encuentran operando con una TEM promedio de 2,7%.

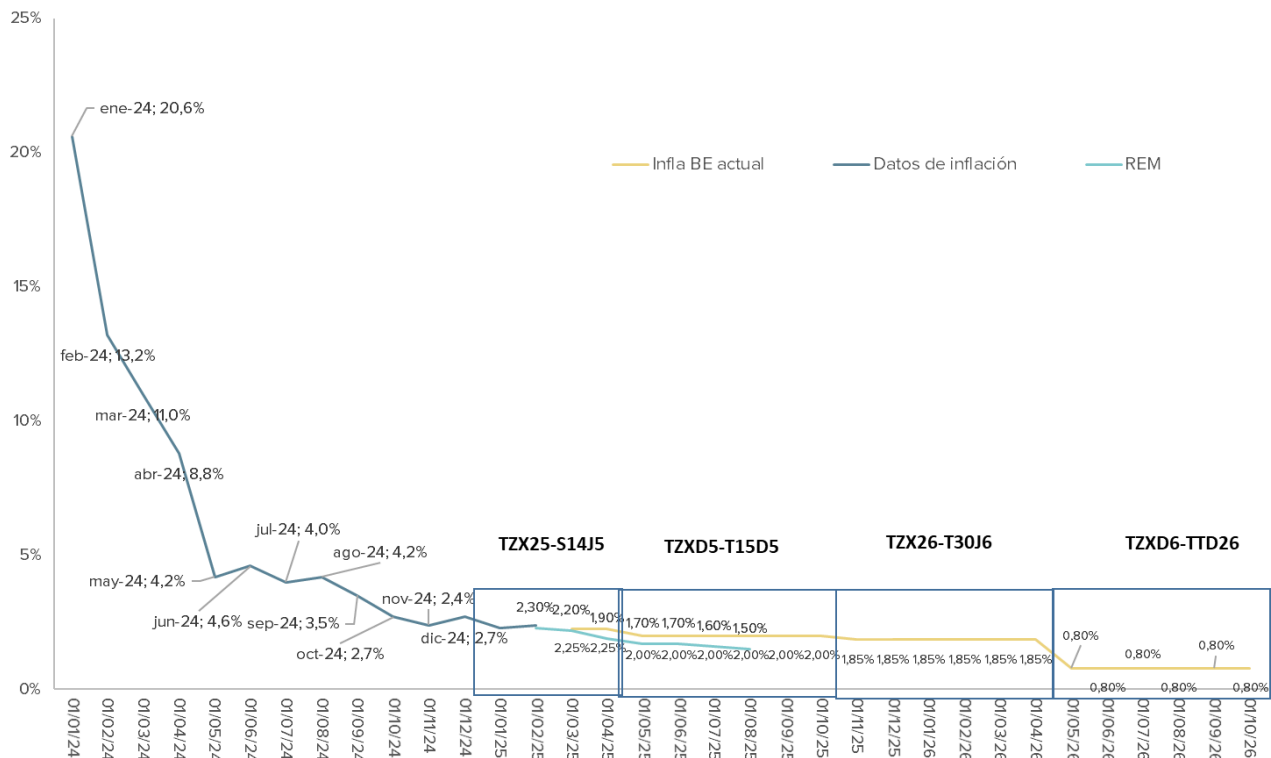
Adicionalmente en consecuencia a lo que mencionamos anteriormente del límite en la base monetaria ampliada que genera expectativas de suba de tasas, vemos la ampliación del spread entre el T30J6 y TTJ26 que se ubica en 14 bps en términos de TEM, ya que le añade valor a la opcionalidad TAMAR de los bonos duales, cuando siempre se había ubicado en torno a 5 bps.

Respecto a la curva CER también venía mostrando una fuerte corrección en el tramo medio y largo fundamentalmente que con la calma de los FX financieros hizo que reboten los bonos y vuelvan a operar con TIRs entre CER+10% y CER+10,5%. Hasta el martes corrigió toda la curva, ya que hubo un gran desarme de carry

para lograr cobertura contra el dólar lo que ocasionó que compraran los bonos DL. Los bonos soberanos DL acumulan una suba en la semana de entre 1,5% y 3,5%.

Por su parte el REM de febrero estima para 2025 una inflación de 23,1% mientras que la inflación BE actual es de 27,95% para 2025 y un 14,69% para 2026. Mientras que la inflación estimada en los bonos de tasa fija y CER para marzo y abril es de 2,25% mensual promedio, el REM estima 2,2% para marzo y 1,9% para el mes siguiente. El mercado continúa viendo una inflación resiliente a la baja y repriceo un 8% adicional de inflación para este año.

Inflación Breakeven Lecap-CER



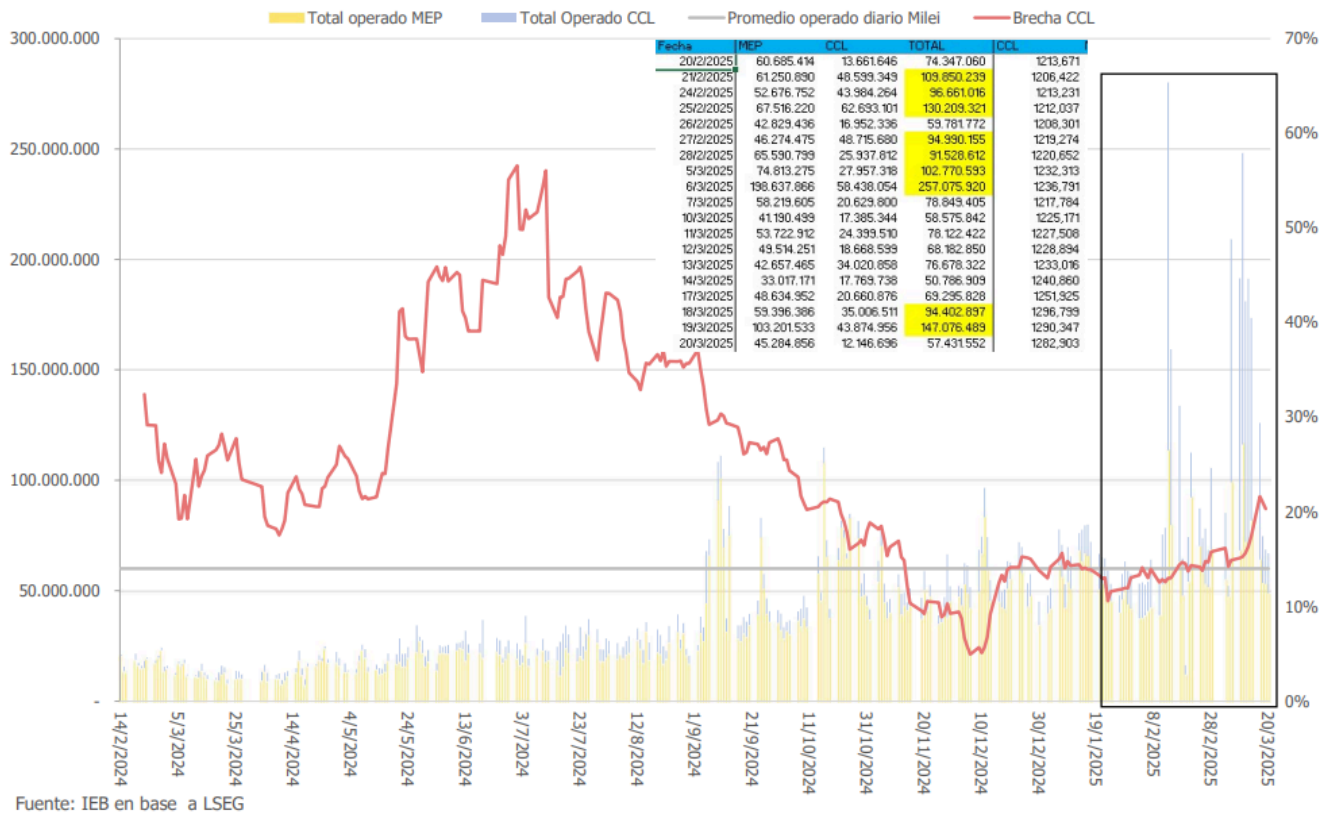
Fuente: IEB en base a BymaData e Indec

El Mecon la semana que viene tiene una nueva licitación en la cual enfrenta vencimientos por \$9,2 BB y tiene \$6 BB en depósitos. Recordamos que la licitación anterior el tesoro consiguió un rolleo del 97%, concentrado en los bonos de menor duration y las tasas de corte estuvieron por debajo del secundario.

La demanda por cobertura cambiaria fue muy evidente esta semana donde hubo mucha demanda de dólar linked en el mercado secundario sobre todo el martes donde los precios subieron un 1,8% en promedio. Los contratos de Rofex acompañaron esta tendencia al alza llegando a operar el martes a 134,9% TNA con un crawling implícito mensual de Rofex que se ubica en valores promedios de 4,4% a lo largo de los contratos de 2025. Con la aprobación del DNU del acuerdo con el FMI los contratos de Rofex se tomaron un respiro cerrando miércoles y jueves a la baja, terminando el jueves con un crawling implícito de 2,7% en promedio. Respecto a los FX financieros vimos algo de intervención oficial los días martes y miércoles donde los volúmenes de AL30 y GD30 contra MEP Y CCL alcanzaron USD 95 MM y USD 147 MM respectivamente.

Seguimos prefiriendo estar cortos en la curva de tasa fija a la espera de la próxima licitación y diversificar con CER largos con tasa por arriba de CER+10,5%, que en caso de volver a comprimir los bonos HD deberían hacer lo mismo ya que se espera que la tasa de los bonos en pesos operen algo por debajo de las tasas en dólares.

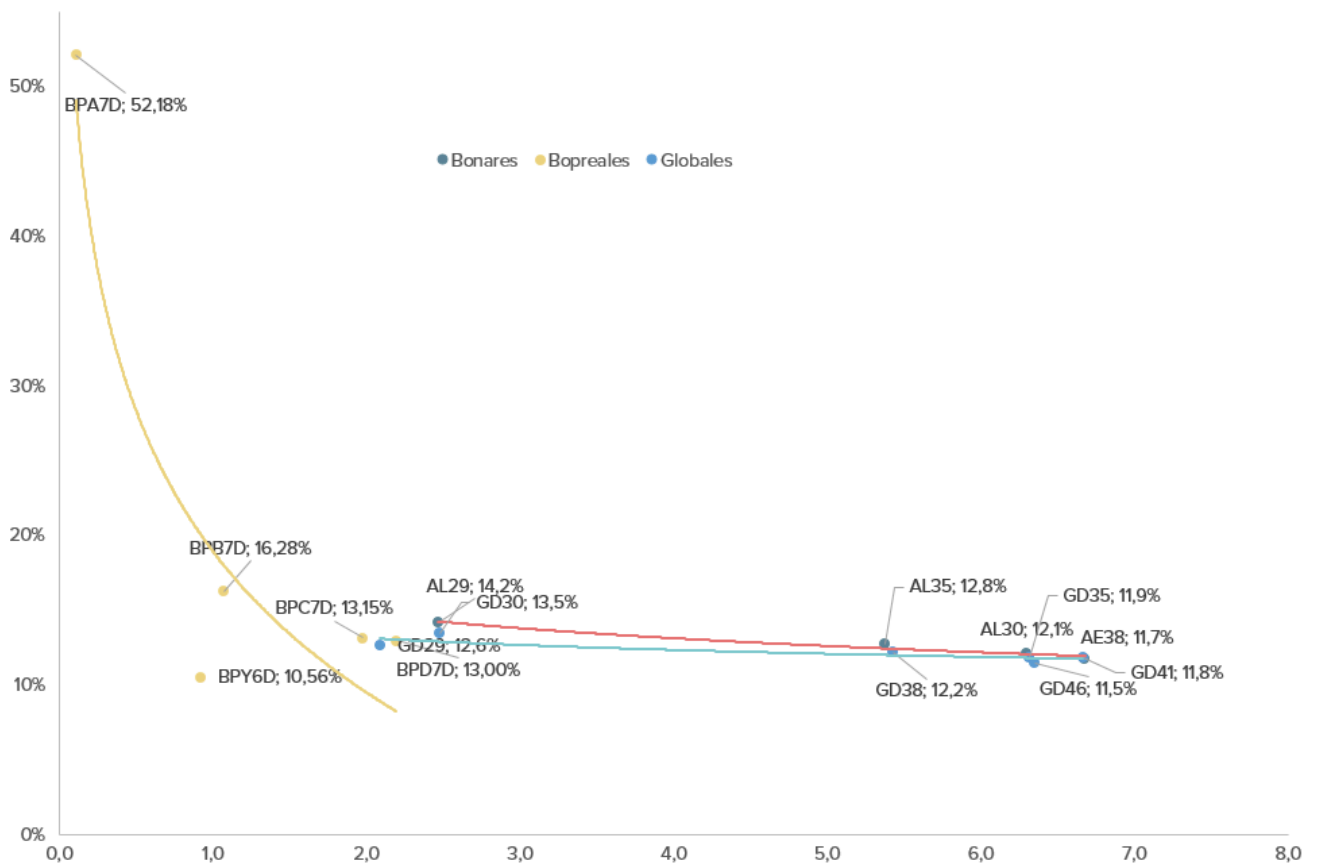
Volúmen operado en MEP y CCL vs Brecha CCL



DEUDA EN DÓLARES

Con respecto a la deuda HD se puede observar que esta semana hasta el martes cayeron un 2% en promedio, mientras que el miércoles con la noticia de la aprobación del DNU que acepta el acuerdo con el FMI comprimieron en promedio un 1,6% aunque WTD siguen abajo por 0,5% moviéndose desacoplados al EMB que subió un 0,6% WTD. Desde el lado de los fundamentals macro vemos que los mismos siguen siendo positivos, como se explica en el apartado macroeconómico el superávit financiero de \$310.726 MM luego de pagos de intereses de deuda pública por \$866.189. Por otra parte, la imagen del gobierno mantiene un alto grado de aprobación por parte de la sociedad de cara a las elecciones y si bien la inflación parece haberse estancado en 2% el sendero descendente que viene mostrando resulta muy alentador.

Curva HD y Bopreales



Fuente: IEB en base a BymaData

Esta semana el banco central tuvo una performance para el olvido en MULC, vendiendo en lo que va de la semana USD 534 MM, por este motivo el acuerdo con el FMI trae respiro a todos los activos argentinos, ya que servirá para recomponer las reservas del banco central, aunque como ya hemos mencionado en anteriores oportunidades el mercado mira las reservas netas.

En lo que va de marzo las reservas cayeron USD 495 MM, explicadas en gran parte por la caída de depósitos en dólares que como consecuencia tiene una baja en los encajes: solamente la semana pasada cayeron unos USD 268 MM por esta vía. A esto se le suma la intervención que venimos viendo en los FX financieros.

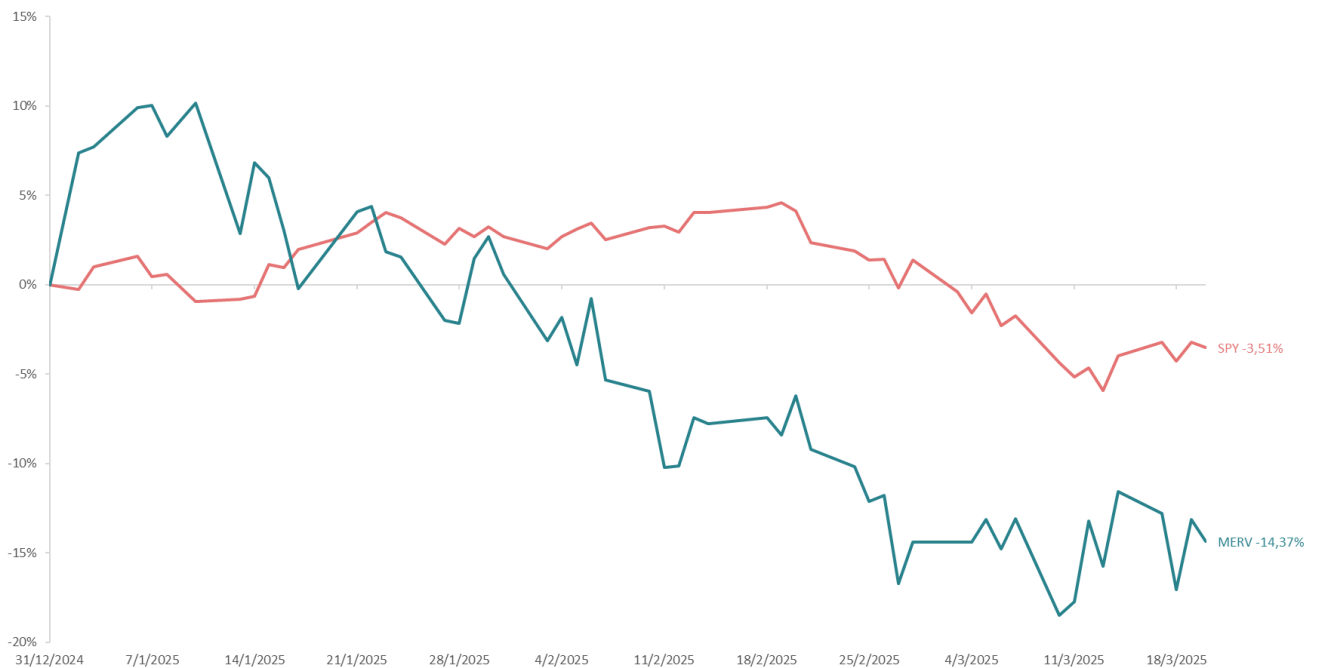
En este contexto los Bopreales mostraron ser mucho más defensivos, específicamente el Bopreal Serie 1A. Este título que opera con una TIR 34,54% valuado contra put ARCA resulta una opción muy atractiva en el corto plazo, ya que si converge a su valor técnico que es precio al cual lo tomará ARCA, nos deja con un retorno directo de aproximadamente 5%. Este strip de la Serie 1 podrá ser utilizado para el pago de impuestos a partir del 30/4 además de pagar un cupón de interés por USD 2,5 cada 100 de VNO en la misma fecha. Creemos que todavía opera por debajo de la par por el riesgo cambiario, ya que los impuestos se pagan en pesos y si la brecha cambiaria se contrae el retorno medido en pesos también caería. Es por eso que esperamos que haga un catch-up próximo a la fecha de vencimiento cuando el riesgo cambiario sea menor.

EQUITY ARGENTINO

Luego de alcanzar el nuevo máximo histórico en los USD 2.369 a mediados de enero, el S&P Merval comenzó el proceso de corrección en el cual nos encontramos inmersos, retrocediendo hasta los USD 1.740, punto en el cual tuvo un fuerte optimismo tras la presentación del Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) por parte del gobierno y el dato de inflación de febrero. No obstante, dicho optimismo no parecía ser suficiente para detener la caída durante la semana previa, ya que tras varias sesiones con ventas en el MULC por parte del BCRA, presión sobre el tipo de cambio y un alza en los futuros de dólar, los activos argentinos retomaron el sentimiento negativo, con el riesgo país incrementándose nuevamente y las acciones argentinas retomando su caída.

No fue hasta la rueda del miércoles, donde la aprobación del DNU para un acuerdo entre Argentina y el Fondo Monetario Internacional trajo nuevamente un fuerte optimismo sobre los activos locales, logrando una recuperación notable para las acciones y dejando una leve tendencia de recuperación tras “rebotar” previo al mínimo alcanzado desde comienzos de año. En el plano internacional, la decisión de la Reserva Federal de mantener la tasa de referencia en los rangos actuales y reafirmando que llevará adelante dos recortes de tasa durante 2025 llevaron a una rueda positiva para el S&P 500 y la renta variable global, con la tasa de los bonos del tesoro a 10 años comprimiendo levemente hasta el 4,2%.







S&P Merval (USD CCL) vs. S&P 500 (Retornos YTD)



Aún así, tras la caída que evidenciaron las acciones argentinas desde mediados de enero, mantenemos nuestra visión optimista sobre el equity local para este año, aunque con algunas reconsideraciones:

✓ **Nuestro escenario Base continúa siendo positivo:** Si bien no sabemos el momento exacto en que se llevará adelante la salida del CEPO cambiario, creemos que el mismo se dará de forma paulatina a medida que se relajen los diferentes controles con los que cuenta actualmente el mercado cambiario, lo que nos lleva a pasar de una salida “segura” a una salida incierta durante este año, pero conservando unas buenas elecciones de medio término para el oficialismo (>50%) de manera de mantener el optimismo de los inversores. Circunstancias que

llevaría a una compresión del riesgo país por debajo de los vistos a principios de año. **En dicho escenario, creemos que es alcanzable un retorno del 40% para el S&P Merval, lo que lo llevaría hasta los USD 2.600.**

Escenarios S&P Merval 2025			
Supuestos	Base	Optimista	Pesimista
CEPO			
Elecciones de medio término	> 50%	> 50%	< 40%
Riesgo País	< 500 bps.	< 400 bps.	> 800 bps.
Argentina en EEM			
S&P Merval (US\$)	2.600	3.200	¿?
S&P Merval (%)	40%	70%	-

Fuente: IEB

✓ **El Escenario Optimista:** Implicaría lo comentado en el escenario anterior, aunque con la posibilidad de lograr una relajación total sobre los controles cambiarios (CEPO) durante el año corriente - condición necesaria para una posible recategorización a mercado emergente (EEM) - sin embargo, dado que solo hay dos reuniones anuales donde se lleva adelante esta consideración y recategorización para el índice, creemos que los plazos no serían suficientes para lograrlo durante 2025, lo que pone en duda la recategorización. No obstante, la consideración de ello en la próxima reunión del MSCI (Morgan Stanley Capital International) podría abrir la puerta a inversores y fondos de cobertura del exterior que busquen adelantarse a dicha decisión, lo que nos lleva a estimar una compresión mayor en el riesgo país y un potencial de upside del 70% en dólares, llevando al S&P Merval hacia los 3.200 puntos.

✗ **El Escenario Pesimista:** Desde nuestro punto de vista creemos que continúa siendo el menos probable, y el mismo no ha sufrido variaciones desde lo expuesto en nuestro weekly "Perspectivas 2025". Sin embargo, creemos relevante para ello continuar monitoreando las diferentes variables macroeconómicas que sustentan el plan del gobierno, así como también la acumulación de reserva por parte del BCRA. No obstante, los puntos claves que creemos desencadenaría este escenario continúan siendo la imposibilidad de llevar adelante la relajación de los controles de cambio y unas elecciones de medio término no tan favorables (<40%), lo que desencadenaría un incremento en los niveles de riesgo país significativamente por encima de los 800 bps. Circunstancias que llevarían al S&P Merval a profundizar la corrección.

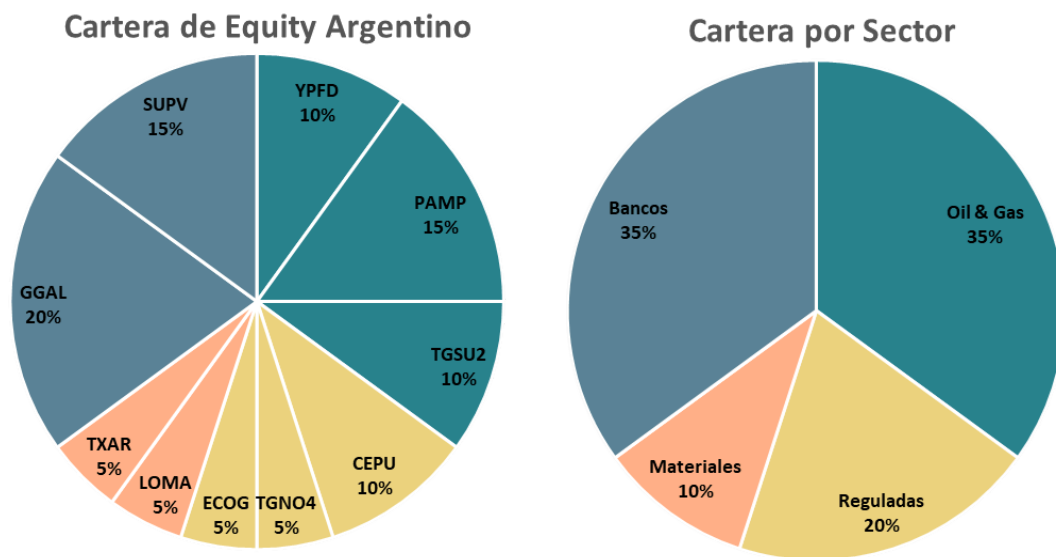
CARTERA Y ESTRATEGIA

En cuanto a la cartera y estrategia, dada la caída que experimentaron las acciones locales, creemos que fue un buen momento para realizar el rebalanceo que expusimos en nuestro semanal anterior, dado que ha mostrado un buen desempeño tras la recuperación luego de la aprobación del DNU. Por lo tanto, creemos conveniente mantenerla sin modificaciones en vistas de un repunte en el mercado de renta variable local.

El 70% de la cartera lo mantenemos distribuido en partes iguales (35%) entre el sector bancario y de Oil & Gas. En el sector bancario creemos conveniente mantener a **Grupo Financiero Galicia (GGAL)** y **Grupo Supervielle (SUPV)**, de manera de lograr un mayor upside ante una suba en las acciones. Mientras que en el sector de Oil & Gas mantenemos a **YPF (YPFD)**, **Pampa Energía (PAMP)** y **Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)** dado que aportan mayor defensividad dentro del sector ante la reducción en los márgenes del sector tras la caída en los precios internacionales del crudo.

Por otra parte, mantenemos un 20% asignado al sector regulado a través de **Central Puerto (CEPU)**, **Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)** e **Inversora de Gas del Centro (ECO)**, sector que vemos con una mayor defensividad tras la recomposición de tarifas, lo que las comienza a convertir en verdaderas “Utilities” con una importante generación de caja.

Finalmente el 10% restante lo mantenemos asignado a materiales por medio de **Loma Negra (LOMA)** y **Ternium Argentina (TXAR)**, dado que se encuentran con múltiplos de valuación atractivos y en vistas de una recuperación en el nivel de actividad para 2025 que se tornaría favorable para ambas compañías.



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

fherrera@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.