

28 de marzo de 2025

Argentina Weekly

Déjà Vu?

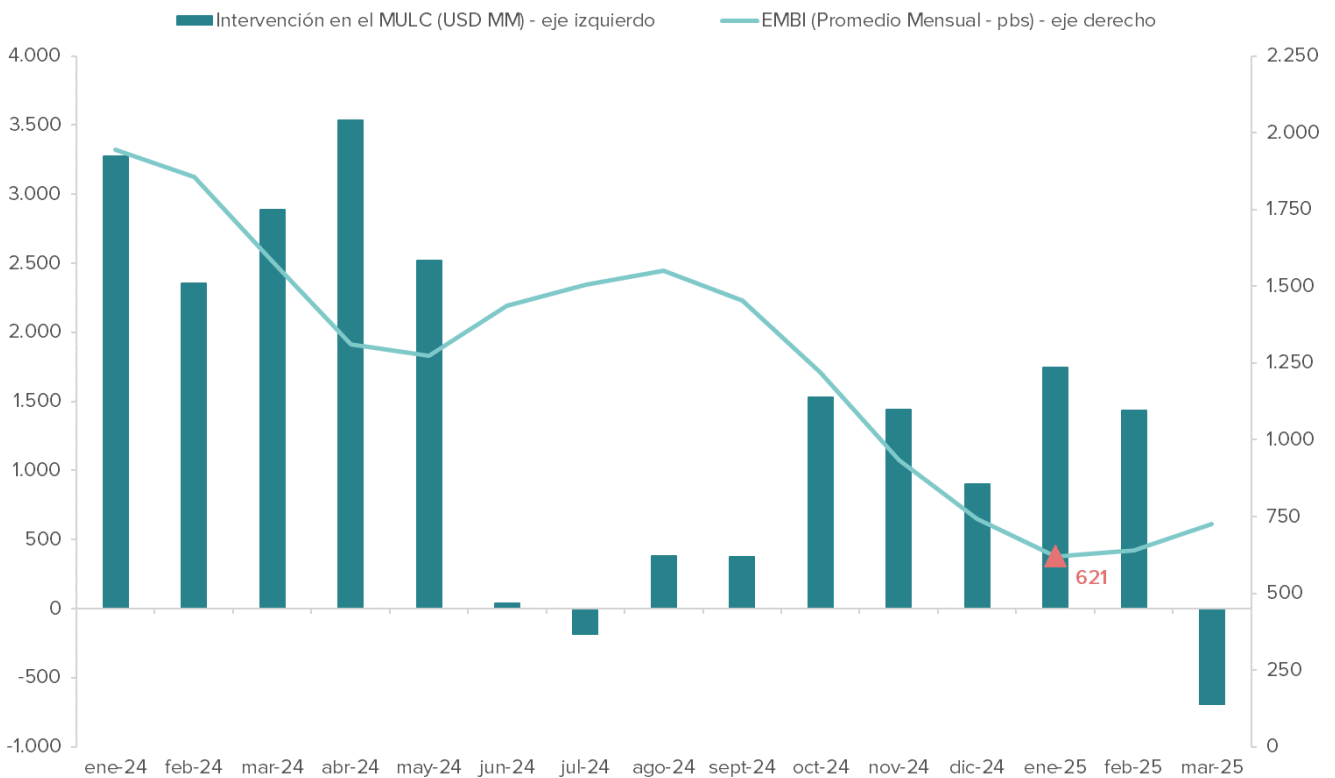
- **La inestabilidad que caracterizó a la semana pasada continuó en el transcurso de esta semana, con la ansiedad con respecto al acuerdo con el FMI y las definiciones sobre el futuro del esquema cambiario en el foco de atención del mercado**, agregando también el impacto de las ventas de divisas por parte del BCRA.
- La situación actual, con tensiones cambiarias que impulsan diariamente a los FX financieros al alza y ventas por parte del BCRA en el MULC, recuerdan a junio-julio del año pasado. **Ante la falta de “drivers” claros, el mercado ha vuelto a cuestionar el rumbo del programa económico, particularmente en lo que respecta a la política cambiaria,**
- Buscando calmar la ansiedad y tranquilizar al mercado, ayer en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires el ministro de economía brindó mayores detalles acerca del acuerdo, asegurando que el mismo **será por USD 20.000 MM sujeto a la aprobación del directorio** del organismo, agregando también fondos adicionales en negociación con el Banco Mundial, el BID y la CAF. Si tomamos los dichos de Luis Caputo, asegurando que **los fondos dejarían a la reservas en torno a USD 50.000 MM**
- **Respecto a los títulos a tasa fija, la parte corta de la curva hasta abril continuó traccionado y la parte larga rebota entre 1% y 2%. El tramo medio continuó débil operando en niveles de 3% TEM. La curva de lecaps y boncaps vino desplazándose hacia arriba de manera considerable.** La presión sobre los FX produjo que quienes hacían carry trade desarmen sus posiciones en pesos. **La demanda por cobertura cambiaria siguió siendo evidente durante esta semana en la demanda de bonos dólar linked tanto en el mercado primario como en el secundario que comprimieron fuertemente pasando a rendir negativo.**
- **Con respecto a la deuda HD que venía corrigiendo durante la semana por todo lo que venimos mencionando relacionado a la incertidumbre acerca de la política cambiaria y monetaria,** sumado a la mala performance que viene teniendo el BCRA en el MULC que vendió USD 1.445 MM en las últimas 9 ruedas, aunque en el día de ayer cerraron con variaciones positivas motivados por las buenas noticias acerca del monto del acuerdo con el FMI.
- **En un contexto de incertidumbre, tanto local como internacional, el S&P Merval sigue sin un quiebre que pueda dar lugar a una clara tendencia alcista.** Sin embargo, el cierre del acuerdo entre Argentina y el FMI le pondría fin a la incertidumbre, lo que impactaría de forma positiva para el equity local.
- **Nuestra cartera de equity local se mantiene con una mayor ponderación tanto en el sector bancario (35%) como de Oil & Gas (35%).** Mientras que el 30% restante lo asignamos un 20% en reguladas y un 10% en el sector materiales.

ECONOMÍA

La inestabilidad que caracterizó a la semana pasada continuó en el transcurso de esta semana, con la ansiedad con respecto al acuerdo con el FMI y las definiciones sobre el futuro del esquema cambiario en el foco de atención del mercado, agregando también el impacto de las ventas de divisas por parte del BCRA. Evidentemente, la falta de exactitudes con respecto a la firma del acuerdo y la caída en las reservas continuó pesando más que el respaldo del DNU en el Congreso y la confirmación por parte del Presidente de que el acuerdo llegaría en abril.

La situación actual, con tensiones cambiarias que impulsan diariamente a los FX financieros al alza y ventas por parte del BCRA en el MULC, recuerdan a junio-julio del año pasado. En aquel momento, luego de unos primeros cinco meses impresionantes en materia de acumulación de dólares en el mercado de cambios (USD 14.568 MM), los números del BCRA comenzaron a dejar que desear, pasando de acumular más de USD 2.500 MM por mes a vender divisas por USD 182 MM en julio. Esto llevó al igual que hoy a una escalada de los tipos de cambio financieros y la brecha, con el anuncio de la Fase 2 del programa económico y el congelamiento de la Base Monetaria Amplia funcionando como anestesia para la ansiedad y dando comienzo a un nuevo ciclo virtuoso de acumulación de divisas y reducción del Riesgo País, impulsado a su vez por el blanqueo a partir de septiembre. Hoy, ante la falta de “drivers” claros, el mercado ha vuelto a cuestionar el rumbo del programa económico, particularmente en lo que respecta a la política cambiaria, empujando desde enero a la suba del Riesgo País desde mínimos, y a sostener ventas por más de USD 700 MM en marzo.

Intervención en el MULC vs. EMBI+



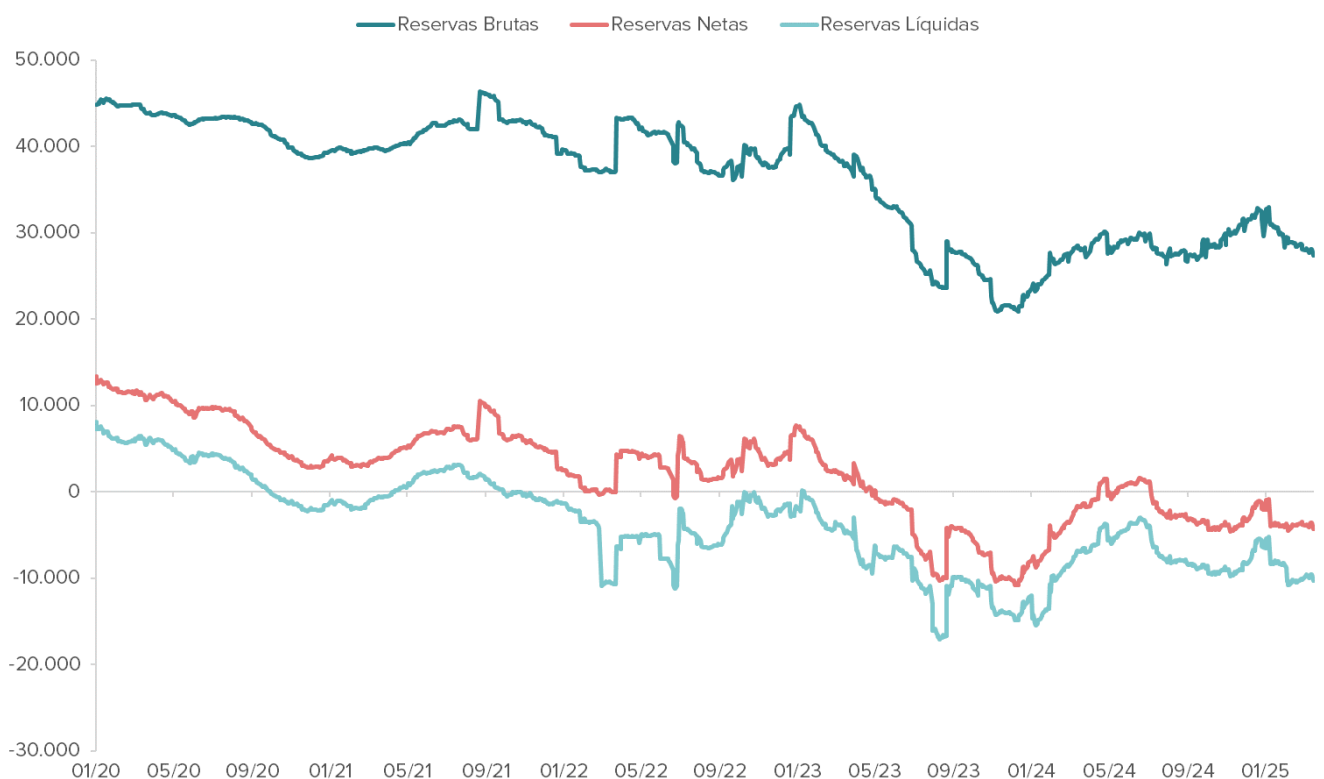
Fuente: IEB en base a BCRA y LSEG

La incapacidad de acumular divisas, en conjunto con la aproximación del acuerdo con el FMI, ha generado una cierta percepción negativa, la cual considera que el gobierno requerirá o que el FMI le exigirá modificaciones en el régimen cambiario, llámese una flexibilización. **Esto pone al gobierno en una posición algo incómoda, dado que tiene muy clara la necesidad de sostener un tipo de cambio estable para continuar con el proceso de desinflación, siendo este su principal objetivo y su principal logro a lo largo del 2024, en conjunto con el superávit fiscal y la disciplina monetaria.**

A esa preocupación tenemos que agregar la presión al alza sobre las tasas de interés, producto de la percibida “escasez de pesos” como resultado de la fijación de la Base Monetaria Ampla (con el impacto que esto tiene sobre las ecuaciones de costos y, como consecuencia, en la inflación), además del estancamiento en las expectativas inflacionarias (como ha quedado plasmado en el último REM). Con la elección de medio término aproximándose, el gobierno no querrá poner en juego su principal logro.

Buscando calmar la ansiedad y tranquilizar al mercado, ayer en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires el ministro de economía brindó mayores detalles acerca del acuerdo, asegurando que el mismo **será por USD 20.000 MM sujeto a la aprobación del directorio** del organismo, agregando también fondos adicionales en negociación con el Banco Mundial, el BID y la CAF. Si tomamos los dichos de Luis Caputo, asegurando que **los fondos dejarían a la reservas en torno a USD 50.000 MM**, y que las reservas brutas se encuentran actualmente en torno a USD 26.000 MM, se infiere que los organismos aportarán USD 4.000 MM.

Reservas Internacionales



Fuente: IEB en base a BCRA

Como ya hemos mencionado en reportes previos, la idea del acuerdo consiste en sanear el balance del BCRA, utilizando los fondos para recomprar Letras Intransferibles del Tesoro, las cuales acumulan aproximadamente USD 23.000 MM. De esta forma, la “foto” del balance de la autoridad monetaria mejoraría sustancialmente,

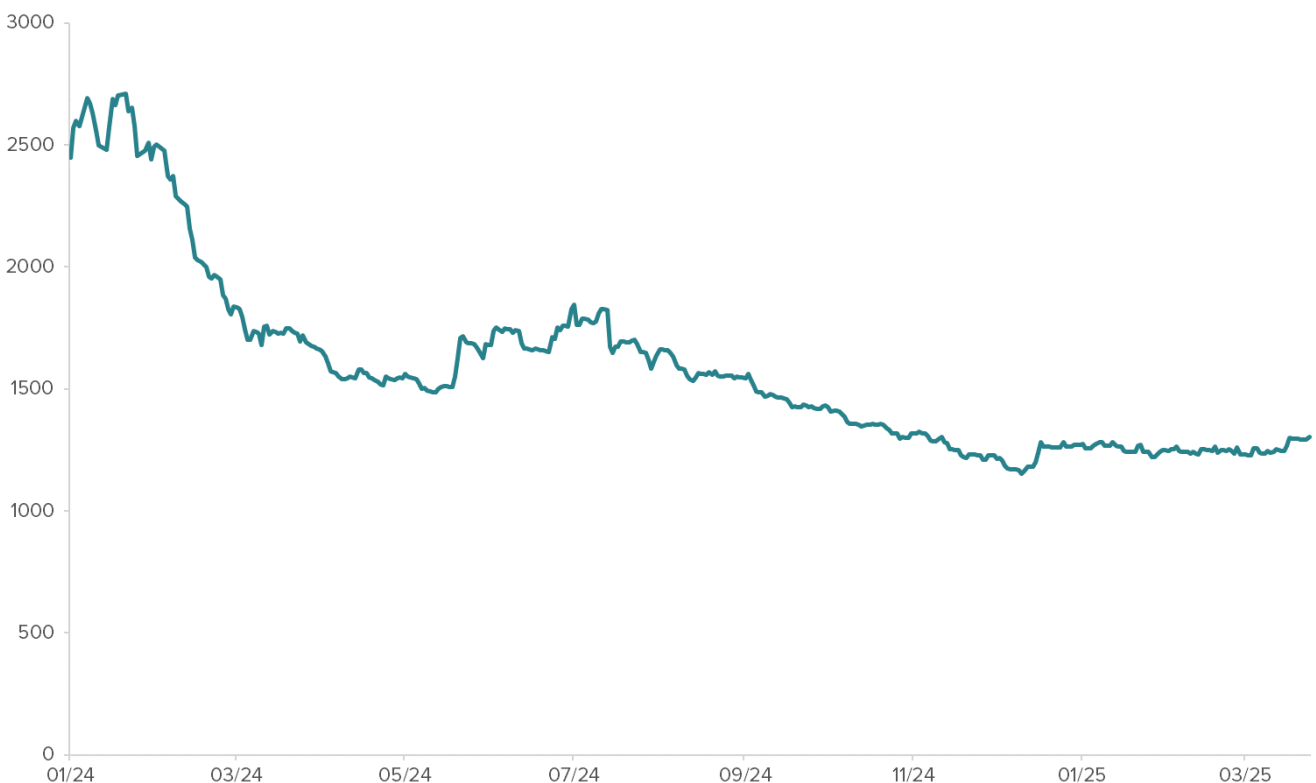
funcionando como un puente para mejorar el humor con respecto a las reservas, como fue el blanqueo a fines del año pasado. **Así, las reservas netas alcanzarían terreno positivo, permitiéndole al gobierno un mayor grado de libertad para acercarse al levantamiento del cepo, y brindándole un mayor respaldo a los pasivos del BCRA.**

Más allá del monto, resulta sumamente importante conocer el calendario de los desembolsos: la portavoz del FMI, Julie Kozack, aseguró en una conferencia de prensa posterior a los dichos de Caputo que el monto será definido por el directorio del organismo (aunque aseguró que será de un “tamaño considerable”) y que, una vez aprobado el acuerdo en el directorio, los desembolsos se realizarán en tramos hasta llegar al total pactado.

Por ahora las condiciones no son conocidas, con lo cual la incertidumbre no ha sido disipada en su totalidad. Dado que la inyección a las reservas funcionará como instrumento para mejorar la “foto” del balance del BCRA, y que la “película”, es decir, el ritmo de acumulación de divisas, continúa generando ruido, posiblemente el mercado continúe esperando algún tipo de precisiones o novedades para el régimen cambiario y monetario. De todas formas, **el equipo económico ha dejado en claro, al igual que ha venido haciendo desde hace ya varios meses, que un salto discreto del tipo de cambio no está ni estuvo sobre la mesa en ningún momento, y que lo que faltarán no serán los dólares, sino los pesos.**

De esta forma, surge la pregunta de si lo que se ve actualmente no es más que un *déjà vu* de junio-julio de 2024. Dada la proximidad de la cosecha gruesa y la mejora en la “foto” del balance del BCRA, uno se inclinaría a pensar que próximamente volverá la calma de la mano de un BCRA con mayor espalda para defenderse de una mayor demanda de divisas, aunque los tiempos del acuerdo podrían jugar en contra en caso de continuar demorándose. **Aún así, la erróneamente llamada “corrida” sobre el dólar ha sido muy pequeña, y el tipo de cambio continúa encontrándose en mínimos: el CCL de julio de 2024 equivaldría a \$1.800 de hoy.**

CCL ajustado por inflación



Fuente: IEB en base a LSEG e Indec

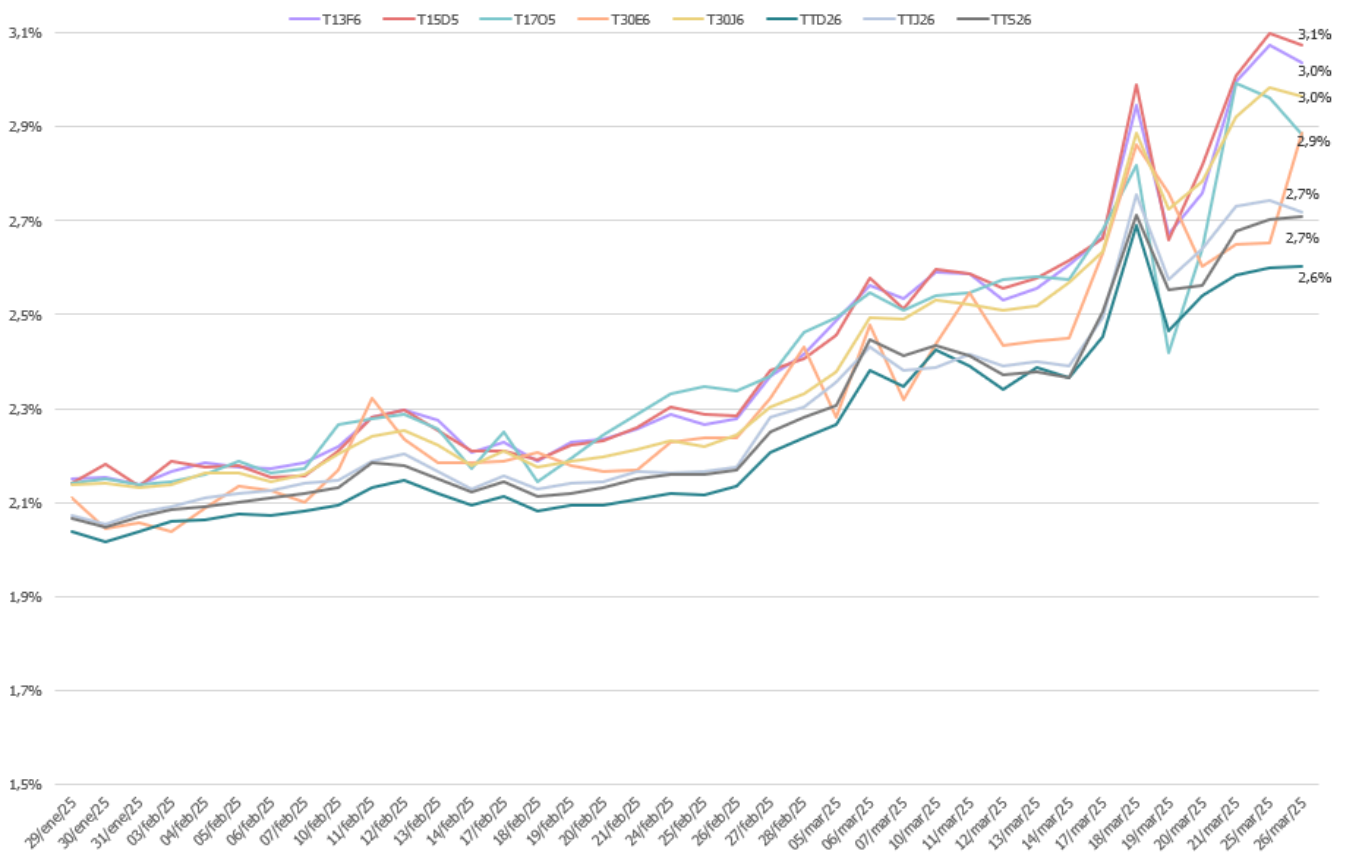
DEUDA EN PESOS

Respecto a los títulos a tasa fija, la parte corta de la curva hasta abril continuó traccionando y la parte larga rebota entre 1% y 2%. El tramo medio continuó débil operando en niveles de 3% TEM. La curva vino desplazándose hacia arriba de manera considerable. Atribuimos este comportamiento de la semana a la volatilidad de los FX financieros, debido a la incertidumbre que tiene el mercado acerca de la sostenibilidad del esquema cambiario y al ruido presente en los medios que hablan de la implementación de un sistema de bandas para intervenir en el tipo de cambio oficial, sumado a la resistencia de la inflación a la baja. Lo ocurrido al cierre se debe al aire que dieron los anuncios del jueves con respecto al acuerdo con el FMI y al resultado de la licitación.

La presión sobre los FX produjo que quienes hacían carry trade desarmen sus posiciones en pesos, lo que se hizo notorio en los flujos de los FCLs, donde en los últimos 7 días se ven rescates de los fondos de lecaps por \$108.973 MM y luego los CER por \$58.135 MM, mientras que los fondos USD linked que venían siendo muy rescatados en los últimos meses recibieron suscripciones por \$ 14.597 MM durante este periodo.

Como consecuencia de lo que mencionamos anteriormente y adicionalmente a la falta de liquidez ocasionada por el límite en la base monetaria ampliada que genera expectativas de suba de tasas, seguimos viendo que el spread entre tasa fija y los duales tamar continúa ampliándose, operando el T30J6 en 2,97% TEM mientras que el dual tamar T13F6 lo hace en 2,66% TEM, es decir, existe un spread de 31 pbs en términos de TEM, cuando siempre se había ubicado en torno a 5 pbs.

Evolución de la TEM entre Boncaps y Duales tamar

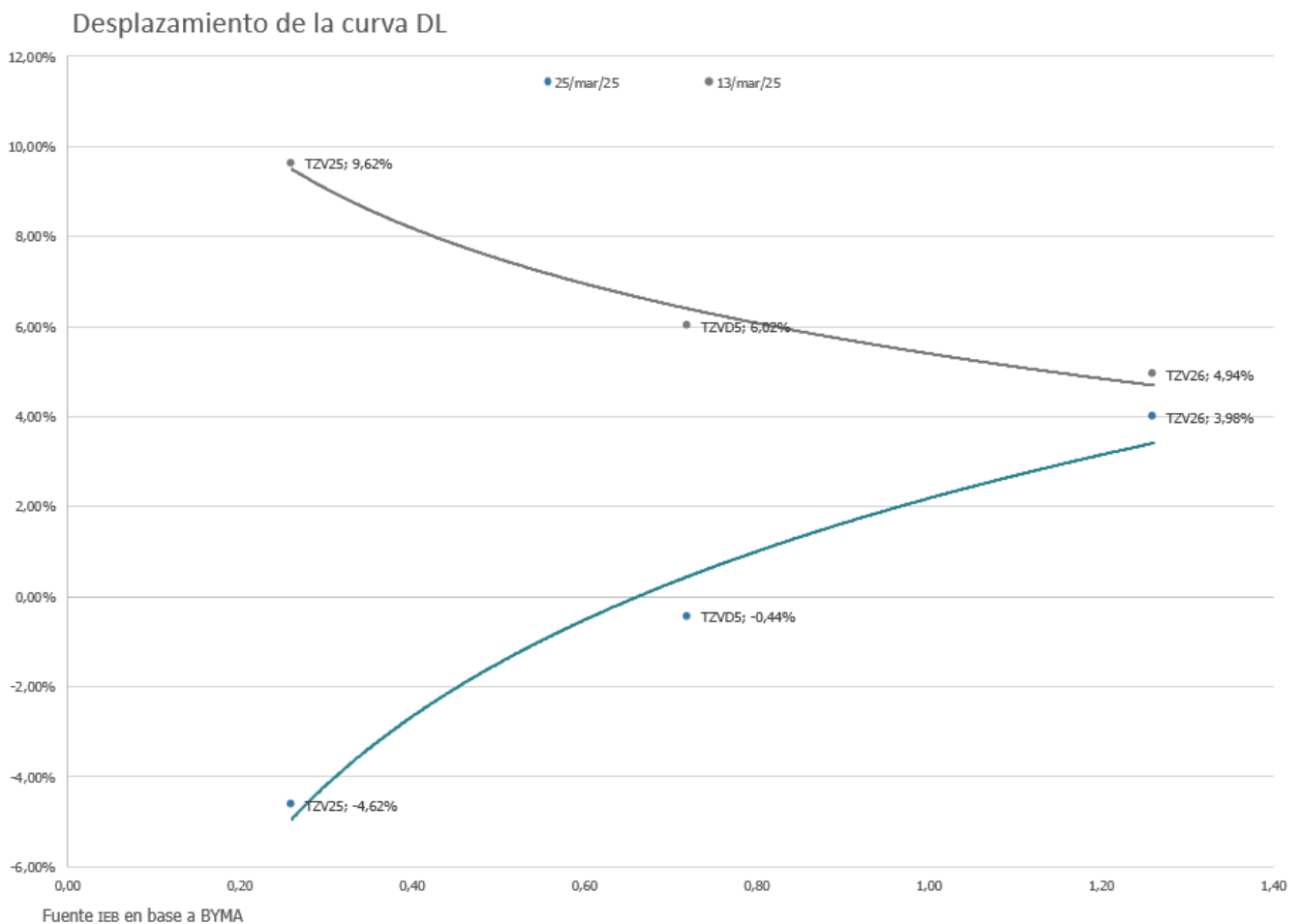


Fuente: IEB en base a 1816

En virtud de esta incertidumbre en la cual el mercado como mencionamos espera una suba de tasas, es relevante observar que las tasas de plazo fijo que operaban hace dos semanas en 29,93% hoy ya se encuentran en 32,25% TNA acompañando esta tendencia.

La demanda por cobertura cambiaria siguió siendo evidente durante esta semana en la demanda de bonos dólar linked tanto en el mercado primario como en el secundario, que comprimieron fuertemente pasando a rendir negativo. Esta tendencia también se observó en Rofex, que está operando con un crawling implícito mensual promedio del 3% a lo largo de los contratos de 2025. La oferta de un bono dólar linked corto en la licitación trajo algo de calma que se evidenció en los contratos más cortos.

En relación con lo indicado nos resulta interesante comentar las tasas en la que está operando los sintéticos DL con lecaps, S31M5-Rofexmarzo DL-0,15%, S30J5-Rofex Junio -6,44%, S30S5 - Rofex Septiembre 4,24% y T15D5-Rofex Diciembre 2,80%.



Esta semana el Tesoro llevó a cabo una licitación donde enfrentaba vencimientos por \$9 BB de los cuales $\frac{1}{3}$ estaba en manos del sector público. El Mecon logró colocar \$6,2 BB, lo que corresponde a una tasa de rollover de 100,2% si se tiene en cuenta sólo las tenencias del sector privado. Casi el 75% de lo adjudicado vuelve a concentrarse en las letras más cortas como sucedió en la última licitación. Mientras que en esta ocasión se adjudicó más del 20% en títulos dólar linked.

Resultado Licitación del Tesoro 27/03/25 (En ARS MM)						
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado
S28A5	28/4/2025	\$ 2.175.923	\$ 2.087.699	\$ 2.661.816	2,79%	40,48%
S30Y5	30/5/2025	\$ 1.942.050	\$ 1.637.232	\$ 2.112.029	2,80%	31,75%
S31L5	31/7/2025	\$ 979.852	\$ 148.490	\$ 196.437	2,80%	2,88%
TZXO5	31/10/2024	\$ 123.207	\$ 94.477	\$ 102.980	CER+7,83%	1,83%
TZXM7	31/3/2027	\$ 100.155	\$ 82.497	\$ 101.389	CER+10,98	1,60%
TZV25	30/6/2025	\$ 1.119.255	\$ 889.829	\$ 894.017	DL-1,98	17,26%
D16E6	16/1/2026	\$ 301.255	\$ 216.561	\$ 216.824	D+0%	4,20%
Total		\$ 6.741.697	\$ 5.156.785	\$ 6.285.492		100%

Fuente: IEB en base a Mecon

Respecto a la curva CER también venían mostrando una fuerte corrección en el tramo medio y largo a partir del 2026, luego en el día de ayer hubo un rebote y terminaron operando con TIRs entre CER+10,5% y CER+11%. Respondiendo a la incertidumbre de la política cambiaria y monetaria como ya hemos mencionado que generaría una presión sobre los precios, por lo tanto sobre la inflación.

Por otra parte, se observó un aumento en las expectativas de inflación. Los bonos están priceando 29,5% de inflación BE para 2025, mientras que las estimaciones del REM proyectan 23,3%. Para los meses de marzo y abril los bonos tienen en precios un 2,20% de inflación promedio mensual y para el tramo de mayo a octubre un 2,25%. El REM estima un 2,2% para este mes y los datos de alta frecuencia vienen arrojando variaciones de 2,5% MoM a la tercera semana de marzo.

DEUDA EN DÓLARES

Con respecto a la deuda HD venían corrigiendo durante la semana por todo lo que venimos mencionando relacionado a la incertidumbre acerca de la inestabilidad de la política cambiaria y monetaria, sumado a la mala performance que viene teniendo el BCRA en el MULC que vendió USD 1.445 MM en las últimas 9 ruedas, aunque el día de hoy cerraron con variaciones positivas motivados por las buenas noticias acerca del monto del acuerdo con el FMI. A modo de referencia el GD30 y AL30 suben 0,53% y 0,6% en lo que va de la semana, mientras que los créditos comparables del exterior medidos a través del EMB ETF tuvieron una caída de 1,05% en las últimas 5 ruedas y 1,30% durante los últimos 30 días. Los bopreales por su parte resultaron muy defensivos durante todo este proceso, acumulando una suba de 1% en promedio en lo que va del mes.

Las dudas respecto a la sostenibilidad del régimen cambiario podrían disiparse con la confirmación del desembolso del FMI, lo que sería el catalizador que necesita la deuda para volver a operar en niveles cercanos a 10% y la curva volver a tomar pendiente positiva. En este sentido los títulos cortos podrían comprimir en el corto plazo si se inicia un proceso de normalización de la curva.

Más allá de lo cambiario, el resto de fundamentals siguen siendo muy positivos, tanto lo fiscal como la imagen del gobierno de cara a la sociedad. Con el balance del BCRA recompuesto con el ingreso de divisas y mayor claridad respecto al futuro del tipo de cambio, los bonos siguen teniendo un upside potencial muy interesante.

Upside a Diciembre 2025 (cobrando cupones y amortización de enero y julio 25)

Bono	TIRs actuales	Cupón + Amortización (enero y julio 2025)	TIR 9%		TIR 8%		TIR 7%	
			Precio al 30-12-25	Retorno al 30-12-25	Precio al 30-12-25	Retorno al 30-12-25	Precio al 30-12-25	Retorno al 30-12-25
AL29	14,2%	10,45	70,6	17,0%	71,7	18,6%	72,8	20,2%
GD29	13,1%	10,45	70,6	14,7%	71,7	16,2%	72,8	17,8%
AL30	14,0%	8,33	68,6	19,2%	69,9	21,2%	71,3	23,3%
GD30	13,3%	8,33	68,6	17,4%	69,9	19,3%	71,3	21,5%
AL35	12,2%	2,06	80,5	28,0%	85,0	34,9%	90,0	42,6%
GD35	12,0%	2,06	80,5	26,9%	85,0	33,8%	90,0	41,4%
AE38	13,1%	2,50	84,0	30,6%	88,4	37,2%	92,5	43,4%
GD38	12,4%	2,50	84,0	26,2%	88,4	32,6%	92,5	38,6%
AL41	12,0%	1,75	75,3	28,6%	80,0	36,4%	85,0	44,8%
GD41	11,9%	1,75	75,3	28,1%	80,0	35,9%	85,0	44,2%
GD46	11,6%	4,09	67,0	13,2%	72,0	21,2%	77,5	29,9%

EQUITY ARGENTINO

En un contexto de incertidumbre, tanto local como internacional, el S&P Merval sigue sin un quiebre que pueda dar lugar a una clara tendencia alcista. Es cierto que las acciones argentinas mostraron signos de recuperación tras conocerse detalles del inminente acuerdo entre Argentina y el Fondo Monetario Internacional. De mínimos de USD 1.745 puntos el S&P Merval evidenció una recuperación a los USD 1.866 puntos pero -como se observa en el gráfico inferior- sin una tendencia alcista confirmada.

En nuestra opinión, el impacto de un acuerdo no es directo en la renta variable local -pues dicho acuerdo repercute directamente en la deuda soberana- y el cierre del mismo creemos que ya se encuentra factorizado en precios. Poniéndolo de manera inversa: el “cisne negro” para el mercado de equity argentino sería que el acuerdo no salga; algo que a todas luces parece ya descartado. No obstante, el cierre del acuerdo le pondría fin a la incertidumbre reinante en cuanto al futuro del esquema cambiario, la potencial debilidad del BCRA en cuanto a reservas netas y calmaría el ruido político. Todos estos efectos sí tendrían un impacto positivo en la renta variable.

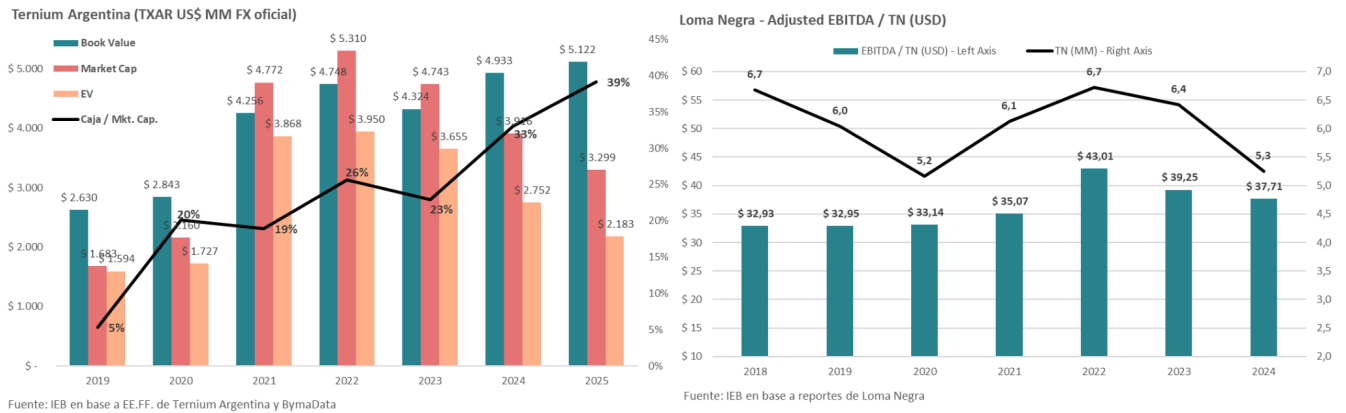


Fuente: Bloomberg

En el frente externo, la moderación de las medidas arancelarias por parte de Donald Trump y las bajas tasas en los rendimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos lograron traer calma a los mercados de renta variable internacional, atenuando el impacto de las caídas en las últimas ruedas. Pero nuevamente, no queda aún en claro que lo peor haya pasado: para el equity global y el de EE.UU. en particular.

Observando los datos que impactan directamente sobre la actividad de las compañías que cotizan en el mercado de capitales argentino, la actividad industrial continúa su sendero de recuperación en sus comparaciones tanto interanuales como intermensuales, con los despachos tanto de cemento como de acero incrementándose en los últimos meses. Situación que se traslada también a los patentamientos tanto de autos como motos y maquinarias agrícolas, con el consiguiente incremento de la producción automotriz según estimaciones del Centro de Estudios

de la Unión Industrial Argentina. Lo cual, auspicia una recuperación de la actividad para compañías como Ternium Argentina (TXAR) y Loma Negra (LOMA), las cuales se habían visto fuertemente afectadas por la caída en el nivel de actividad y la suspensión de la obra pública durante 2024.



Si bien el sector Materiales es uno de los sectores más afectados durante el año previo y el de peor desempeño ante los increíbles retornos en dólares que tuvieron las acciones argentinas durante 2024, creemos que este año será un año favorable para estas compañías a medida que la actividad comience a repuntar. A lo que se suma la baja utilización de la capacidad instalada en el sector, que les permitirá hacer frente a incrementos en la demanda sin la necesidad de realizar mayores esfuerzos en inversión de capital.

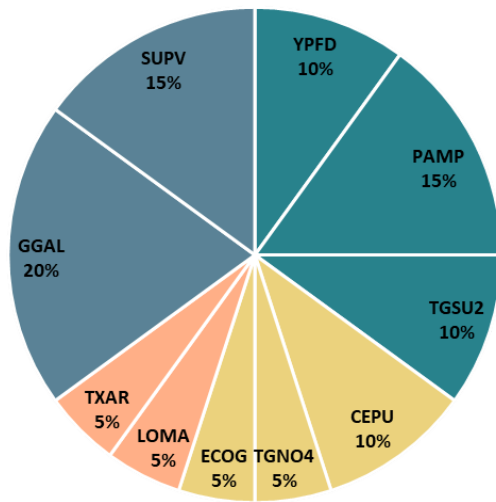
CARTERA Y ESTRATEGIA

Nuestra cartera de acciones locales cuenta con una mayor ponderación en el sector bancario (35%) y de Oil & Gas (35%). Por el lado del sector bancario, a pesar de ser el sector con mayor retorno durante el año previo, creemos que la oportunidad de crecimiento para los bancos sigue siendo elevada, dado que Argentina continúa siendo el país de la región con menores préstamos como porcentaje del PIB. Lo que presenta una gran oportunidad de crecimiento para el sector y un potencial de retorno interesante si se tiene en cuenta que el mercado de capitales suele convalidar múltiplos de valuación más elevados en períodos de expansión del PIB.

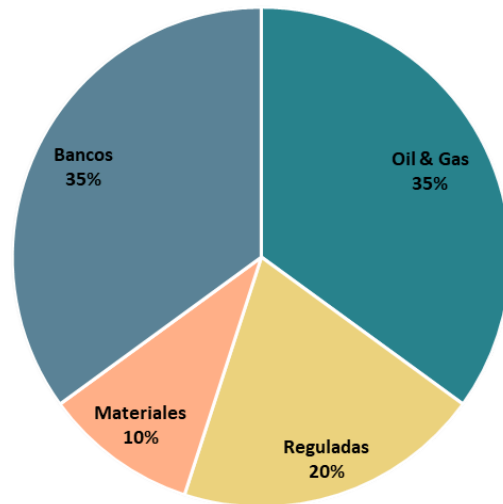
Oil & Gas ha demostrado un buen comportamiento ante contextos macroeconómicos adversos, además de mantener su potencial de desarrollo. No obstante, la contracción en los precios internacionales del crudo nos lleva a priorizar compañías que cuenten con un mayor foco en el transporte o producción de gas (TGSU2 y PAMP), o bien, donde sus márgenes no se vean fuertemente afectados por los precios del crudo (YPFD).

Mientras que el 30% restante lo mantenemos alocado un 20% en reguladas, dado que brindan mayor defensividad ante las caídas abruptas que ha demostrado el equity argentino, producto de la inelasticidad en la demanda de sus servicios, así como también una generación de caja interesante tras la recomposición tarifaria en 2024. Y el 10% restante lo asignamos a materiales donde esperamos continúe la recuperación en el nivel de actividad dado lo mencionado en el apartado anterior.

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

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.