

04 de abril de 2025

Argentina Weekly

Anclaje firme en mares turbulentos

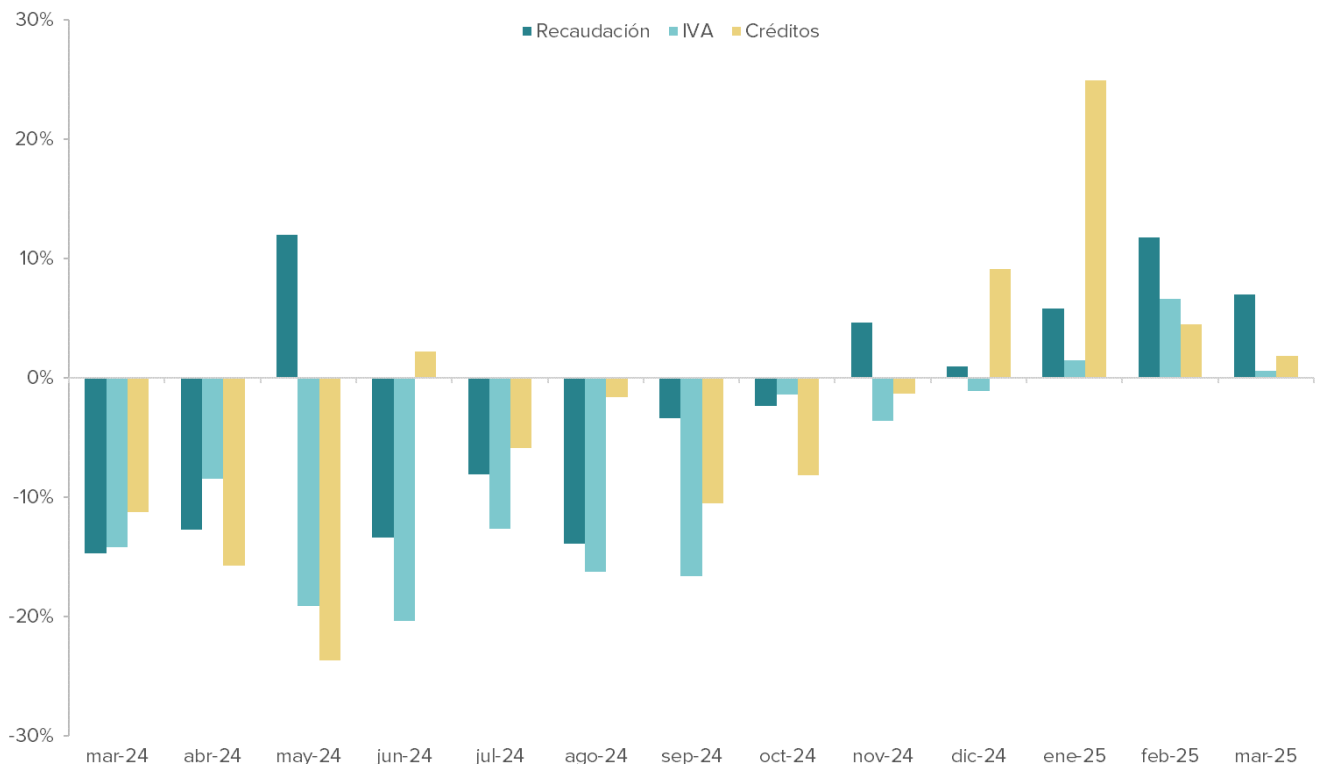
- **En el transcurso de la semana ARCA dio a conocer la recaudación de marzo, la cual continuó brindándole solidez al principal ancla del programa económico del gobierno.** La misma alcanzó \$12.733.317 MM, implicando una variación interanual real del 7% y acompañando la recomposición del nivel de actividad.
- **En estos últimos días tuvimos mayores precisiones sobre el acuerdo, con los dichos de la directora gerente del organismo asegurando que es “razonable” un desembolso inicial del 40% del monto total del acuerdo,** lo cual equivaldría a unos USD 8.000 MM, teniendo en cuenta el desempeño del equipo económico en materia de cumplimiento de metas, y que el acuerdo llegaría antes de la reunión del 21 de abril del organismo.
- El Presidente de EE.UU. dio a conocer los aranceles a aplicar en su renovada política comercial apuntada a reducir el déficit comercial. **Argentina se encontró en el grupo de los países menos castigados, con un arancel del 10% y sin tratamiento preferencial (Brasil, Chile y Colombia también enfrentarán un arancel del 10%),** aunque los aranceles del 25% al aluminio y al acero persisten.
- **Respecto a los títulos a tasa fija, comenzaron la semana comprimiendo a lo largo de toda la curva operando con TEMs de 2,51% y 2,86% para la S28A5 y S30J6 respectivamente.** Con la relativa calma en el mercado cambiario, notamos que el spread entre entre duales y boncaps tuvo una leve mejoría pasando de 37 bps en términos de TEM (4,55% anualizado) a 26 bps (3,2% anualizado) lo que muestra una menor expectativa de suba de tasas hacia adelante por parte del mercado. Adicionalmente el mercado empezó a pricear una inflación mayor para 2025 que pasó de 25% hace apenas unas semanas atrás a cerca de 30% actualmente.
- **Con respecto a la deuda HD durante la semana corrigen un 1,8% acoplados con el EMB que durante esta semana está cayendo un 0,4% luego de conocerse la política arancelaria más restrictiva que llevará a cabo Estados Unidos y que generó una venta de los activos de riesgo a nivel global.** A esto se le suma la incertidumbre idiosincrática relacionada a la continuidad de la actual política cambiaria.
- **Luego de cerrar un mes negativo, el S&P Merval comenzaba a mostrar algunos signos de recuperación tras conocerse el monto del acuerdo entre Argentina y el FMI. No obstante, los anuncios de Trump durante el "Liberation Day" llevaron un fuerte sentimiento negativo a los mercados de renta variable global.** Situación que se agravó para el sector de Oil & Gas tras los anuncios de una mayor oferta de crudo mundial ante un incremento en la producción de los países miembros de la OPEC+ para mayo.
- **Con un mercado de renta variable global que se ha tornado negativo, vemos prudente mantener la cartera de acciones locales sin modificaciones,** dado que creemos se encuentra distribuida correctamente de forma de atenuar el impacto de la caída.

ECONOMÍA

En el transcurso de la semana ARCA dio a conocer la recaudación de marzo, la cual continuó brindándole solidez al principal ancla del programa económico del gobierno. La misma alcanzó \$12.733.317 MM, implicando una variación interanual real del 7%, un dato sumamente positivo que quita presión al ajuste sobre el gasto con vistas al sostenimiento del equilibrio fiscal.

El incremento llegó como resultado principalmente por las subas en la recaudación de Ganancias (+47,7% v.i.a.), Seguridad Social (+29,2% v.i.a.) y Combustibles (+134,4% v.i.a.). No obstante, **nos interesa concentrarnos en los tributos correlacionados con el nivel de actividad, siendo que el sostenimiento del repunte del mismo consideramos será fundamental en el 2025 para recomponer la recaudación y continuar fortaleciendo el ancla fiscal.** Si miramos el IVA y el Impuesto a los Débitos y Créditos, estos presentaron un crecimiento interanual en términos reales del 1% y 2% respectivamente, menores que los registrados en febrero, aunque en línea con la expectativa de que 2025 verá variaciones positivas en la recaudación impositiva.

Recaudación Tributaria - Variación Interanual Real



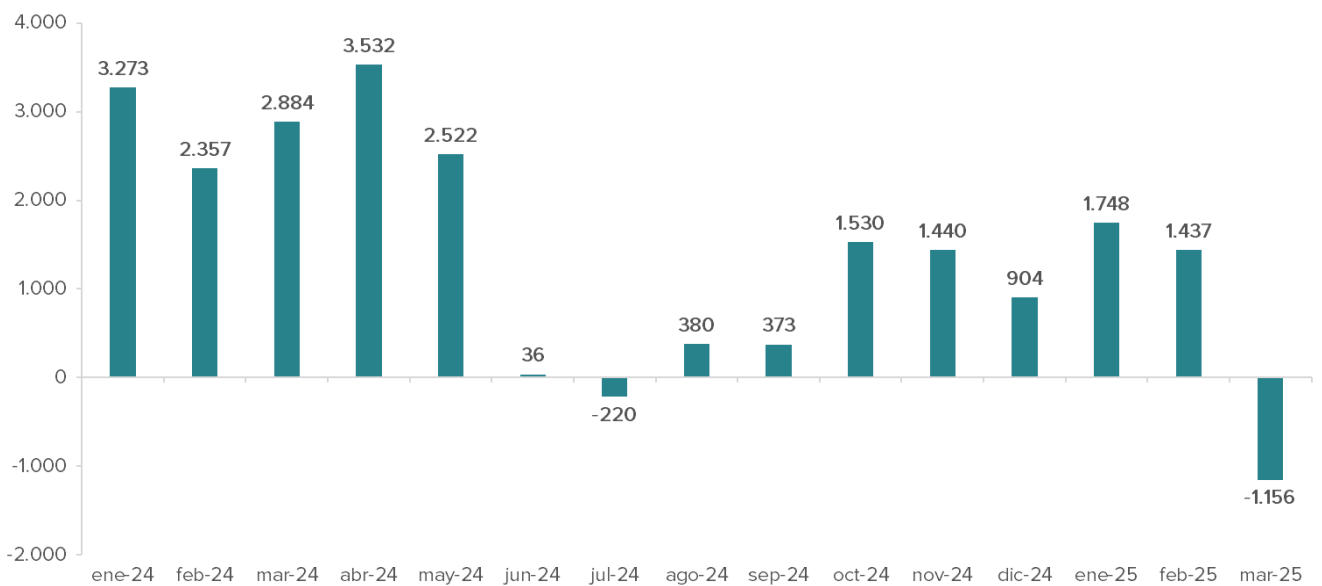
Fuente: IEB en base a ARCA

Por otro lado, marzo cerró como el peor mes de la era Milei en el MULC para el BCRA, acumulando un saldo negativo por USD 1.156 MM, principalmente en las últimas dos semanas del mes. El sorpresivo giro en la performance del BCRA en el mercado de cambios, teniendo en cuenta que con el empuje del blanqueo y la reversión de la balanza energética a un superávit había logrado acumular un volumen inusitado de divisas en meses de baja estacionalidad (USD 4.627 MM entre agosto y diciembre de 2024), se explica en su mayoría por la incertidumbre que acompaña la firma del acuerdo con el FMI en lo que respecta al futuro de la política cambiaria.

En la semana tuvimos mayores precisiones sobre el acuerdo, con los dichos de la directora gerente del organismo asegurando que es “razonable” un desembolso inicial del 40% del monto total del acuerdo, lo cual equivaldría a unos USD 8.000 MM, teniendo en cuenta el desempeño del equipo económico en materia de cumplimiento de metas, y que el acuerdo llegaría antes de la reunión del 21 de abril del organismo. Estos dichos coincidieron con los del Ministro de Economía, Luis Caputo, quien aseguró que “la primera cuota es importante porque el BCRA está muy descapitalizado”, y que los desembolsos se hacen “a cambio de metas”, las cuales ya fueron cumplidas en su caso. Asimismo, la cercanía de EE.UU. con el gobierno argentino podría servir como catalizador para la liberación de un desembolso incluso mayor al planteado por Kristalina Georgieva, con una presentación por parte de una representante del partido republicano solicitando al Secretario del Tesoro norteamericano, Scott Bessent, un desembolso de al menos el 75% del total (USD 15.000 MM).

Aún así, esas mayores precisiones y el visto bueno del organismo no atacaron la mayor preocupación del mercado: ¿habrá novedades en el esquema cambiario? El equipo económico ha dejado claro que “no habrá cimbronazos”, aunque el mercado compró la expectativa de que el acuerdo y un primer desembolso abultado llegarán en conjunto con un compromiso a una flexibilización de la política cambiaria. De todas formas, vale la pena resaltar que la flexibilización de ninguna manera debería interpretarse como salida del cepo.

Compras del BCRA en el MULC (USD MM)



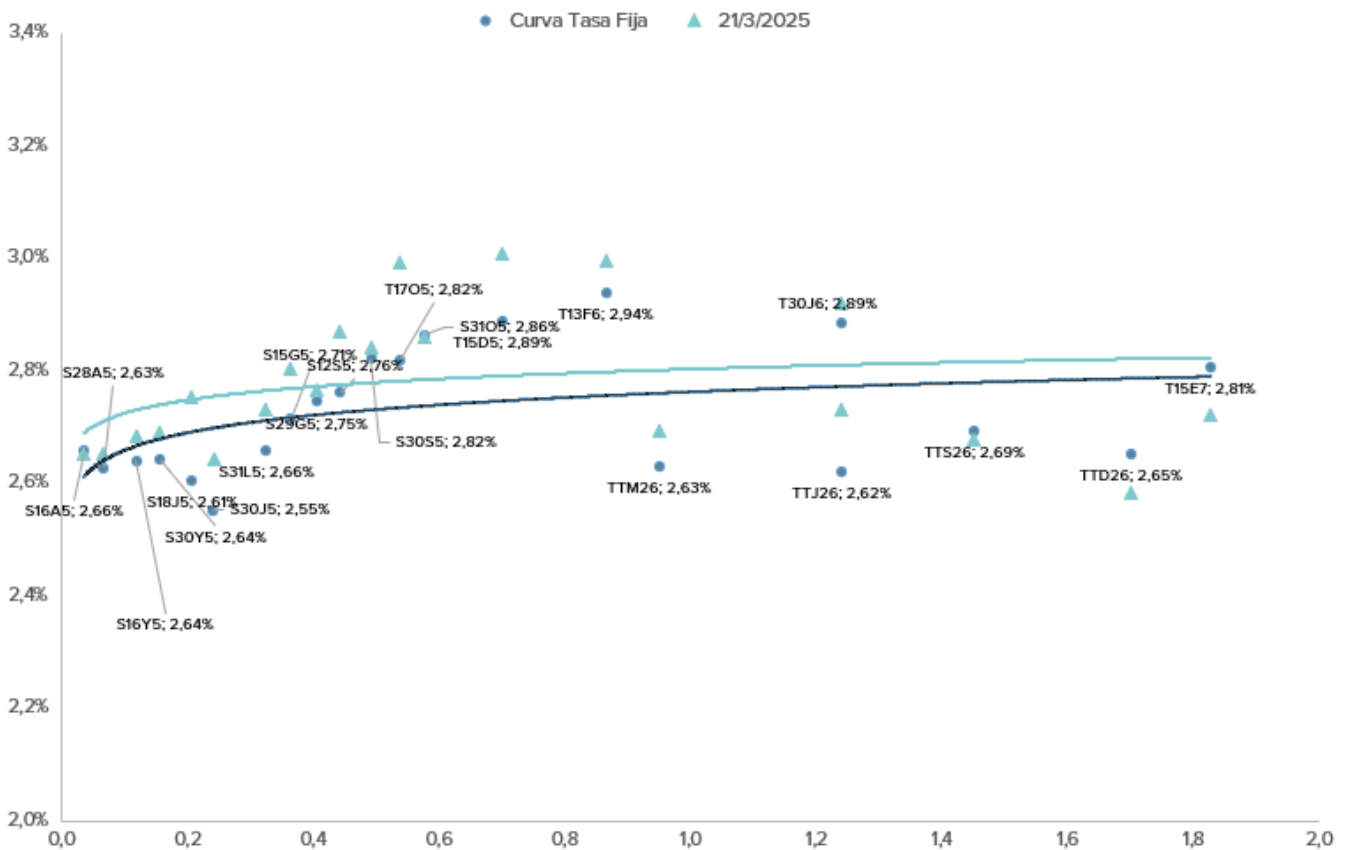
Fuente: IEB en base a BCRA

Asimismo, la semana trajo consigo novedades en el plano internacional, con el Presidente de EE.UU., Donald Trump, dando a conocer los aranceles a aplicar en su renovada política comercial apuntada a reducir el déficit comercial que EE.UU. sostiene con la mayoría de países del mundo. Mientras que países como China, Vietnam y Taiwán se verán afectados por aranceles superiores al 30% por encima de los preexistentes, **Argentina se encontró en el grupo de los países menos castigados, con un arancel del 10% y sin tratamiento preferencial (Brasil, Chile y Colombia también enfrentarán un arancel del 10%)**, aunque los aranceles del 25% al aluminio y al acero persisten. De todas formas, las puertas a negociaciones bilaterales están abiertas, con el Presidente y el Ministro de Economía viajando a EE.UU. esta semana con el acuerdo con el FMI y la política comercial posiblemente en el foco de su agenda, y la reunión del jueves entre el Canciller Wertheim y Howard Lutnick, Secretario de Comercio de EE.UU.

DEUDA EN PESOS

Respecto a los títulos a tasa fija, comenzaron la semana comprimiendo a lo largo de toda la curva, operando con TEMs de 2,51% y 2,86% para el S28A5 Y S30J6 respectivamente. La parte corta de la curva hasta abril continuó traccionando y la parte larga volvió a estar pesada con el correr de las ruedas. Este rebote de la tasa fija se explica en parte por la calma que mostraron los FX financieros luego de la oferta de un bono dollar linked a tres meses en la última licitación, más los anuncios del acuerdo con el FMI donde se prevé un buen desembolso inicial, a lo que se le pueden sumar desembolsos adicionales de organismo como el Banco Mundial. Adicionalmente, se vio intervención oficial durante las primeras ruedas de la semana en los dos primeros contratos de Rofex, lo que también ayudó a llevar calma a los FX. Calma que duró poco, ya que ayer se pudo observar que las letras más cortas hasta mayo lateralizaron mientras que a partir de junio comienzan a corregir acompañando los bonos duales.

Desplazamiento de la curva de Lecaps/Boncaps/Duales

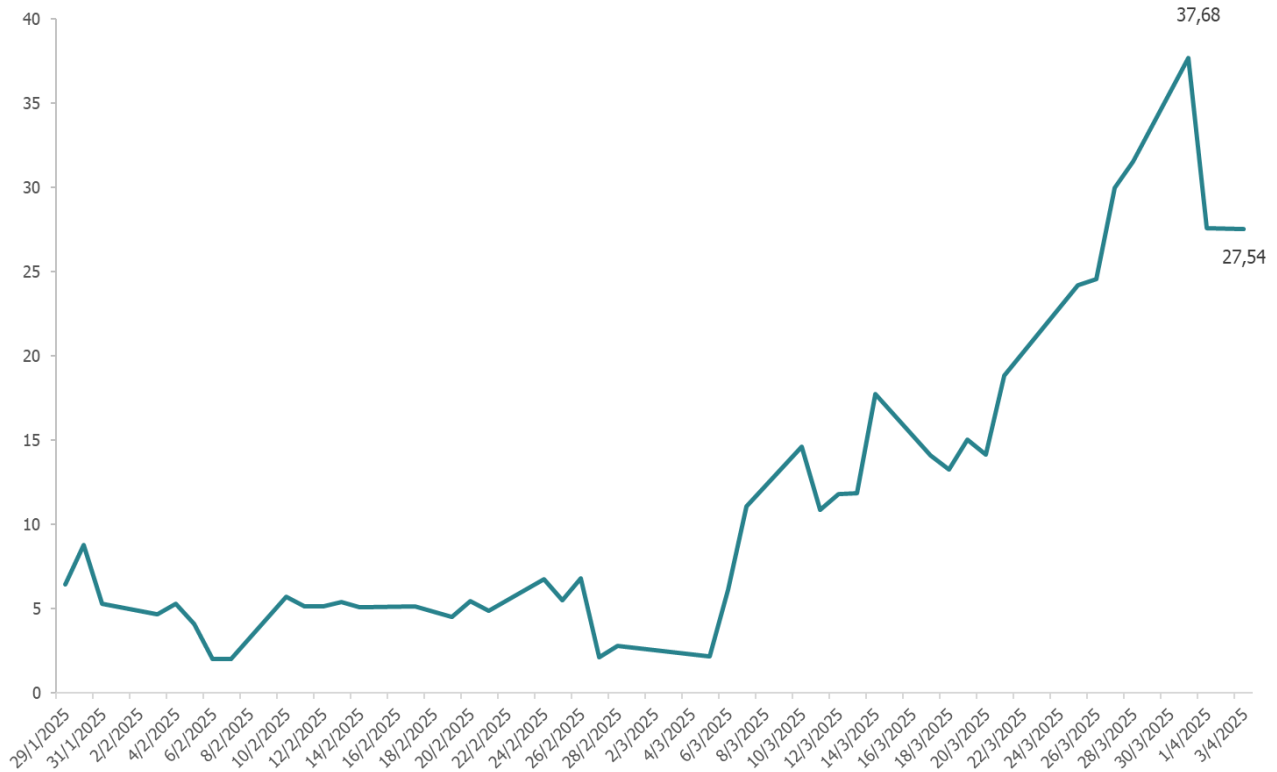


Fuente: IEB en base a BymaData y Mecon

Con la relativa calma en el mercado cambiario, notamos que el spread entre duales y boncaps tuvo una leve mejoría pasando de 37 bps en términos de TEM (4,55% anualizado) a 26 bps (3,2% anualizado) lo que muestra una menor expectativa de suba de tasas hacia adelante por parte del mercado. Esta fue una de las consecuencias del cambio de narrativa que venía siendo el crawling al 1% hasta las elecciones con el BCRA acumulando reservas y la inflación desacelerándose. Adicionalmente el mercado empezó a pricear una inflación mayor para 2025 que pasó de 25% hace apenas unas semanas atrás a cerca de 30% actualmente.

Específicamente para el mes de marzo y abril la inflación breakeven se ubica en 2,4% mensual promedio. Los datos de alta frecuencia proyectan entre 2,5% y 2,8%.

Evolución del spread entre T30J6 y el TTJ26 (bps en términos de TEM)

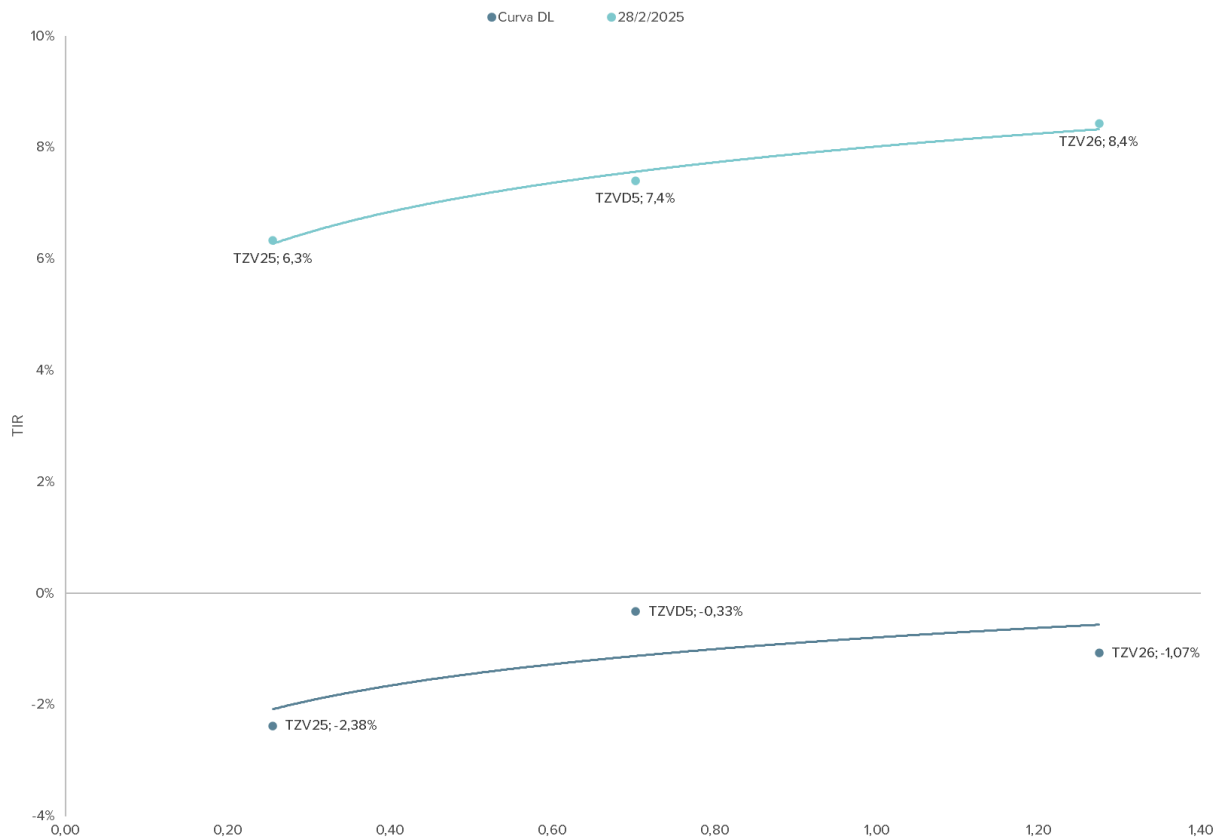


Fuente:IEB en base a 1816

Con respecto a la curva CER, iniciaron la semana comprimiendo llevando al tramo corto a operar en niveles cercano a CER+0%, motivados por la incertidumbre que quedó en el mercado luego de la entrevista de caputo donde dejó entrever que podría no continuar el crawling peg al 1%. La ampliación de la brecha y la posibilidad de modificar el esquema cambiario actual, hizo que el mercado especulara con un traspaso a precios. Esto generó un rebote de los bonos atados a la inflación particularmente de los títulos más cortos. Mientras que los bonos del segundo semestre 2026 en adelante operan prácticamente flat con una TIR de CER+10%. Estos últimos moviéndose arbitrados por paridades con los bonos HD.

Como mencionamos anteriormente se observó un aumento en las expectativas de inflación. Los bonos están priceando 29,8% de inflación BE para 2025, mientras que las estimaciones del REM proyectan 23,3% y un 15,6% para el periodo de 2026, lo que muestra una clara resistencia de la inflación a la baja. Para los meses de marzo y abril los bonos tienen en precios un 2,40% y para el tramo de mayo a octubre un 2,20%.

Desplazamiento curva Soberanos DL



Fuente: IEB en base a ByrnaData

DEUDA EN DÓLARES

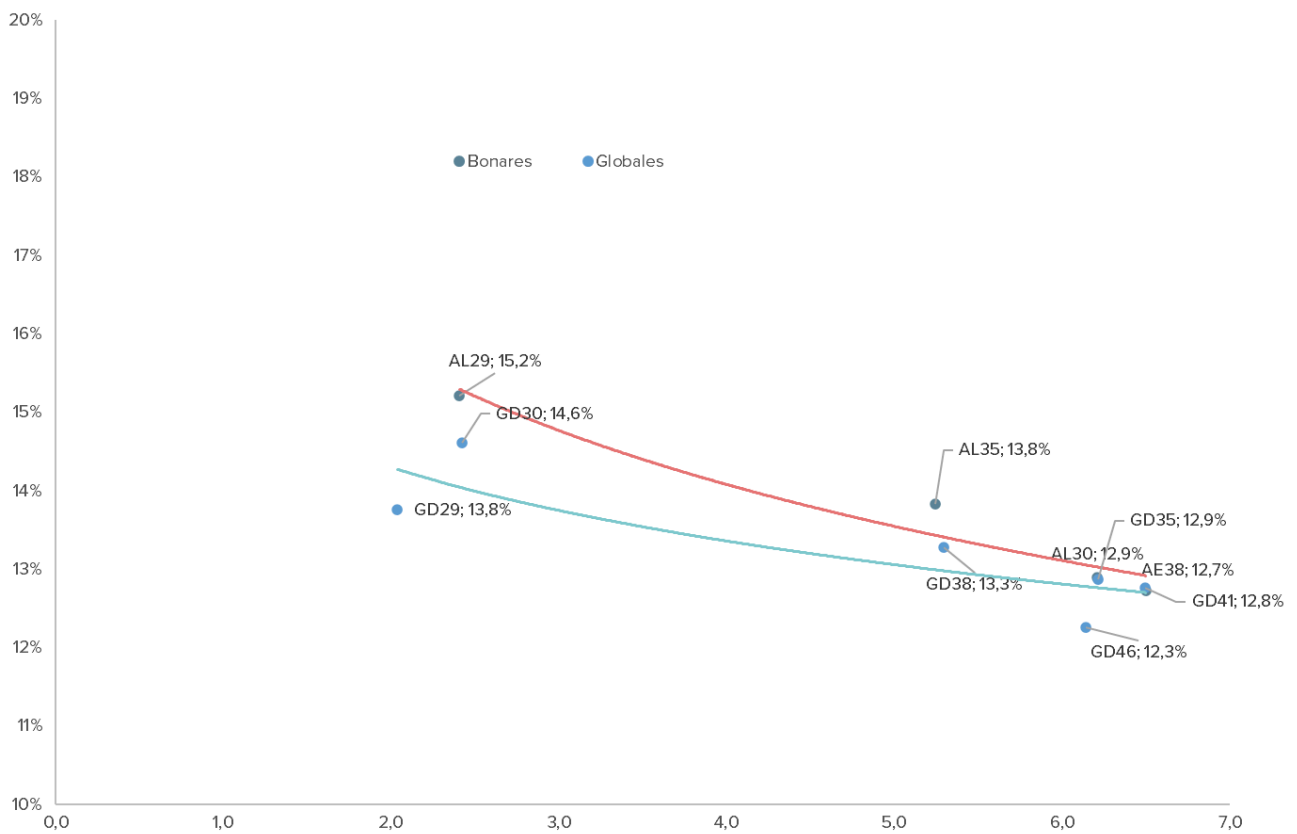
Con respecto a la deuda HD durante la semana corrigen un 1,8% acoplados con el EMB que durante esta semana está cayendo un 0,4% luego de conocerse la política arancelaria más restrictiva que llevará a cabo Estados Unidos y que generó una venta de los activos de riesgo a nivel global. A esto se le suma la incertidumbre idiosincrática relacionada a la continuidad de la actual política cambiaria que incentiva el acceso de importadores al MULC haciendo que el central venda más de USD 1.700 MM en las últimas 14 ruedas a pesar de haber comprado USD 53 el día martes.

En este contexto el mercado sigue de cerca la evolución de la performance del central en el MULC en un momento que se debería empezar a liquidar la cosecha gruesa y donde las expectativas respecto al tipo de cambio jugarán un rol fundamental. Por otra parte, en el tramo final del acuerdo con el FMI se estima que el Banco Mundial pueda aportar otros USD 4.000 MM adicionales que engrosarán las reservas.

De confirmarse esta entrada de dólares, los bonos 2029 y 2030 que pagan entre intereses y amortizaciones más del 85% de su precio actual deberían verse favorecidos en el corto plazo a medida que la curva hard dollar vuelva a aplanarse. Actualmente el diferencial de rendimiento entre los bonos cortos y largos se ubica en 2,5% cuando a comienzos de año era prácticamente nulo dado que la curva estaba flat.

Cabe destacar que en este contexto adverso tanto local como internacional los Bopreales volvieron a resultar significativamente defensivos, especialmente los strips de la serie 1 que se mantuvieron prácticamente sin variaciones en lo que va de la semana. Esto se explica por el put ARCA que los vuelve menos sensibles a la dinámica de las reservas.

Curva HD y Bopreales



Fuente: IEB en base a BymaData

EQUITY ARGENTINO

Luego de finalizar marzo en negativo, las acciones argentinas comenzaban a mostrar una leve recuperación durante los primeros dos días de abril, con los ADRs evidenciando una jornada positiva durante el feriado del 2 de abril en Argentina. Con los comentarios de Luis Caputo que confirmaban un acuerdo por USD 20.000 MM con el FMI, el mercado local comenzaba a mostrarse optimista a pesar de las dudas sobre el futuro del esquema cambiario. No obstante, los anuncios de Donald Trump en el “Liberation Day” con respecto a los aranceles recíprocos devolvieron un fuerte sentimiento negativo sobre los mercados globales.

Dicho negativismo para la renta variable responde a un incremento en las fricciones comerciales entre las principales economías del mundo, lo que sin dudas traerá aparejado un menor crecimiento para la economía mundial, junto a mayores niveles de inflación producto de los incrementos arancelarios. Así mismo, los datos “blandos” en Estados Unidos auspician un deterioro tanto en el gasto de los consumidores como en las inversiones por parte de las empresas como resultado de las medidas que está llevando adelante el gobierno de EE.UU.

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



Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

Ahora bien, si el gobierno estadounidense tiene por objetivo mantener negociaciones con sus principales socios comerciales de manera de llegar a un acuerdo con respecto a los aranceles anunciados, es posible que veamos una recuperación de las acciones en el mediano plazo, contando ya con un anuncio definitivo sobre el acuerdo entre Argentina y el Fondo Monetario Internacional, lo que traería mayor claridad sobre el esquema cambiario. No

obstante, en caso de acrecentar los conflictos comerciales, es posible que se desencadene una profundización de la caída. **En ambos casos, creemos que el panorama de corto plazo para el mercado de renta variable local se ha tornado muy volátil y con pocos fundamentals para revertir el tono negativo con el que viene operando desde mediados de enero a la fecha.**

Por su parte, el sector de Oil & Gas extiende su caída durante la rueda de ayer luego de conocerse que ocho países integrantes de la OPEC+ avanzarán en un incremento de la producción durante el mes de mayo, lo que aumentará la oferta de crudo mundial en 411.000 boe/d, situación que llevó a un desplome tanto en los precios del Brent como del WTI.



Fuente: Bloomberg

Por último, el Ente Nacional Regulador del Gas (ENARGAS) aprobó este jueves los nuevos cuadros tarifarios para la distribución de gas natural, anunciando un incremento del 2,5% en las tarifas con vigencia a partir del mismo día. Lo que creemos es relevante para las compañías del sector de manera de no incurrir nuevamente en retrasos tarifarios luego de la fuerte recomposición que han logrado las mismas durante 2024.

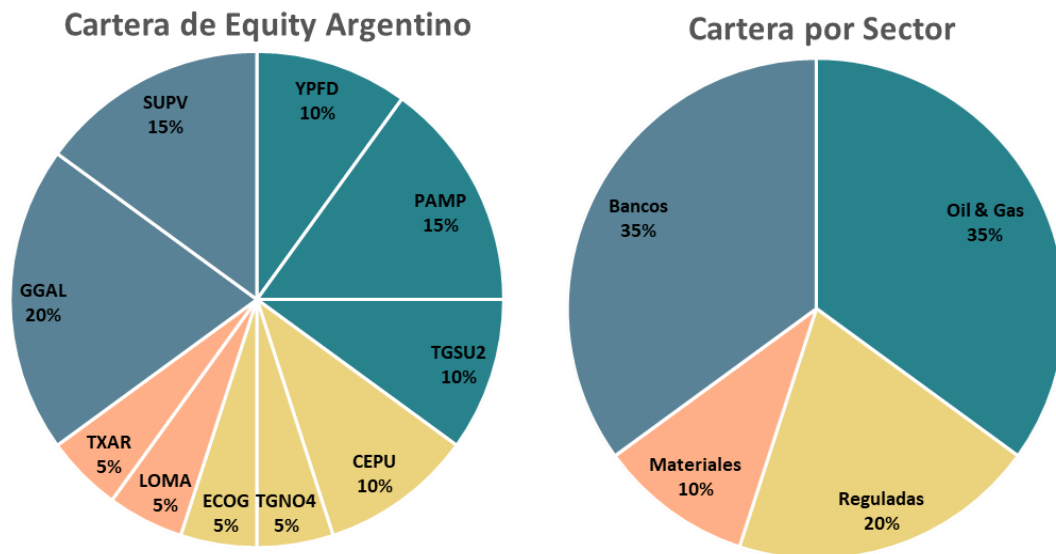
CARTERA Y ESTRATEGIA

Con un mercado de renta variable global que se ha tornado negativo, vemos prudente mantener la cartera de acciones locales sin modificaciones dado que creemos se encuentra distribuida correctamente de forma de atenuar el impacto de la caída. Por un lado, a pesar de la contracción en los precios internacionales del crudo, el sector de Oil & Gas local ha demostrado ser defensivo ante momentos de incertidumbre tanto internacional como nacional, dado que es uno de los sectores con mayores expectativas de desarrollo producto del potencial de exportación con el que cuenta. Lo que sin dudas, es un aspecto relevante para el país. No obstante, nuestra mayor ponderación dentro del sector se encuentra asignada en Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) y Pampa Energía (PAMP) compañías con una mayor presencia en producción y transporte de gas.

Por otra parte, tras la normalización de tarifas, es de esperar que el sector regulado comience a brindar una mayor defensividad ante el contexto económico actual, dada la inelasticidad en la demanda de sus servicios. Mientras

que en el sector materiales esperamos que se continúe dando una recuperación a medida que se mantenga la reactivación en el nivel de actividad.

Por último, el sector bancario. Si bien es un sector que se ve fuertemente afectado ante la caída en los mercados internacionales dado que es la puerta de entrada al equity local - situación que lo lleva a tener una mayor volatilidad - también es cierto que mantiene el mayor potencial de crecimiento dado el bajo porcentaje de préstamos sobre el PIB argentino en comparación con otros bancos de la región. Lo que nos lleva a mantenerlo en cartera.



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.