

25 de abril de 2025

Argentina Weekly

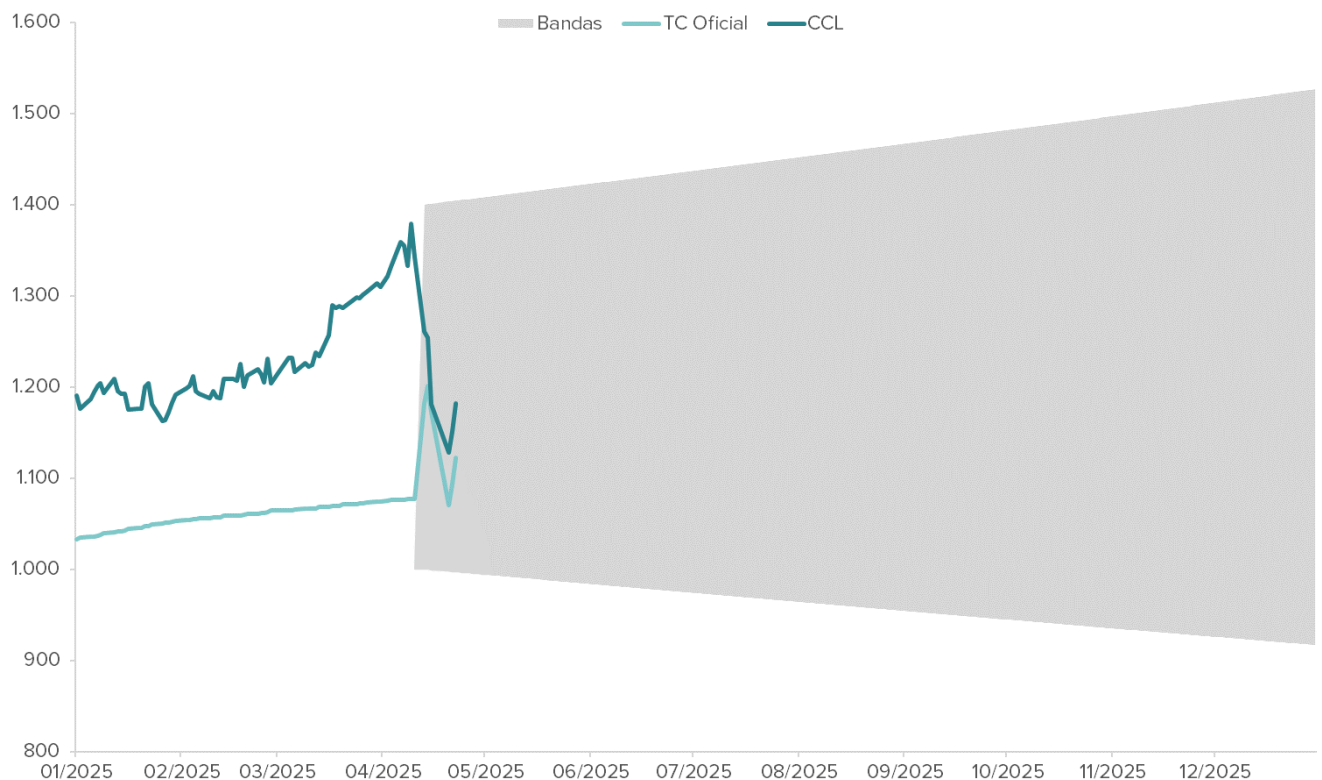
Primeros pasos entre las bandas

- Luego del anuncio del nuevo esquema de flotación entre bandas, el tipo de cambio experimentó desde los mínimos de comienzo de la semana una suba del 5%. **Consideramos que la volatilidad se da enmarcada en un proceso lógico dado el nuevo esquema, con el mercado acostumbrándose a la flotación y el tipo de cambio buscando precio en el centro de las bandas, el cual el BCRA puede defender dado el nivel actual de reservas.**
- Por otro lado, en el transcurso de la semana se dio a conocer el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de febrero, el cual presentó una suba de 5,7% en la comparación interanual y continuó con la tendencia de fuerte recuperación de la actividad económica.
- Se dio a conocer la balanza comercial de bienes de marzo, la cual registró un superávit de USD 323 MM y permitió acumular USD 761 MM en el primer trimestre del 2025. Comparando con el mismo mes de 2024, el saldo decreció en USD 1.837 millones pese a la mejora en los términos de intercambio. La disminución se explica principalmente por el fuerte incremento en las importaciones, acompañando la recuperación de la actividad.
- Respecto a los bonos en pesos, dada la alta volatilidad en el tipo de cambio se observó un desarme de posiciones que impactó principalmente a los títulos CER que corrigieron 2,5% en lo que va de la semana. Por otra parte el Mecon llevó a cabo una nueva licitación en la que vencían \$5,6 BB de la lecap S28A5 y \$1,8 BB del TC25, este último en manos del sector público, en la cual logró una tasa de rollover de 70,01%.
- En un contexto internacional favorable los bonos HD comprimen, en parte debido a las expectativas de recompra de dólares y por otra parte gracias a como ya dijimos a un contexto más favorable para emergentes, avanzando un 2,6% en lo que va de la semana, aunque todavía sigue sin normalizarse la curva que aun presenta pendiente negativa.
- Un entorno más amigable para el equity internacional propició las condiciones para una buena semana para el S&P Merval. Así, el índice luego de tocar mínimos de USD 1.547 puntos comenzó una recuperación que lo ha llevado -hasta el momento- hasta los USD 1.889 puntos. **Continuamos con nuestra visión constructiva para el equity argentino, considerando que la “próxima parada” será volver a los máximos alcanzados.** De esta manera y si el entorno internacional continúa acompañando, nuestro objetivo de un S&P Merval a USD 2.600 puntos a fin de año permanece sin cambios.
- Esta semana dió comienzo la presentación de resultados de las compañías argentinas para el primer trimestre de 2025. Nuestra cartera permanece sin cambios. Consideramos que la estrategia que venimos aplicando es la correcta y viene probando ser exitosa: una buena exposición a un sector con mucho upside como el bancario y una sólida base de sectores defensivos: reguladas y gas.

ECONOMÍA

Luego del anuncio del nuevo esquema de flotación entre bandas, el tipo de cambio experimentó desde los mínimos de comienzo de la semana una suba del 5%, replicándose la situación aunque más moderadamente en los tipos de cambio financieros y sosteniendo una brecha entre el CCL y el tipo de cambio oficial cercana al 5%. Más allá de la volatilidad, vale la pena recordar que el tipo de cambio aún se encuentra un 12% por debajo de los niveles previos al anuncio del Ministerio de Economía y el BCRA, y continúa encontrándose en mínimos en términos reales, teniendo que remontarnos a 2017 para encontrarnos en niveles similares al actual. Asimismo, consideramos que la volatilidad se da enmarcada en un proceso lógico dado el nuevo esquema, con el mercado acostumbrándose a la flotación y el tipo de cambio buscando precio en el centro de las bandas, el cual el BCRA puede defender dado el nivel de reservas actual, aunque el equipo económico y el Presidente han dejado en claro que no se intervendrá entre las bandas, sino que se venderá en el techo o se comprará en el piso.

Tipo de Cambio y Bandas



Fuente: IEB en base a BCRA y LSEG

En ese marco, surgen cuestionamientos sobre la capacidad que tendrá el BCRA de acumular reservas y cumplir con las exigentes metas establecidas en el acuerdo con el FMI, las cuales establecen que debe comprar aproximadamente USD 4.000 MM para junio y USD 9.000 MM para diciembre.

De todas formas, dadas las expectativas de ingreso de divisas no sería descabellado esperar un tipo de cambio que continúe apreciándose en la primera mitad del año, con la liquidación del agro y la flexibilización de acceso al MULC para inversores no residentes como protagonistas.

A su vez, el apoyo del gobierno de EE.UU. es de relevancia, con el Secretario del Tesoro, Scott Bessent, luego de su visita en Buenos Aires la semana pasada asegurando que en caso de necesitarlo por un shock externo y si el gobierno de Milei mantiene el rumbo económico actual, estarían dispuestos a utilizar el Exchange Stabilization Fund para fortalecer las reservas del BCRA, y asegurando que Argentina se merece el apoyo del FMI.

Otra preocupación adicional surgida del anuncio de la Fase 3 se centra en la inflación, dada la expectativa de que el movimiento en el tipo de cambio oficial y la volatilidad de los días posteriores impacte sobre precios, más aún teniendo en cuenta el repunte reflejado en el dato de marzo, aunque este contuvo un componente estacional importante. No obstante, **hasta ahora las mediciones de alta frecuencia no han evidenciado un impacto significativo de la volatilidad cambiaria sobre la inflación, con el consenso siendo que el dato de abril se encontrará cerca del 3,7% de marzo, o incluso por debajo.**

Por otro lado, en el transcurso de la semana se dio a conocer el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de febrero, el cual presentó una suba de 5,7% en la comparación interanual, explicado principalmente por las subas de los sectores de Intermediación financiera (30,2% i.a), seguido por Comercio mayorista, minorista y reparaciones (7,4% i.a) e Industria manufacturera (5% i.a). Asimismo, la medición desestacionalizada presentó una variación positiva respecto de enero del 0,8%, logrando un nuevo máximo durante la gestión de Milei luego de haber hecho piso en abril del año pasado y continuando con la tendencia de fuerte recomposición de la actividad luego de más de dos años de caída persistente. **Tendríamos que remontarnos a julio de 2022 para encontrar registros comparables a los actuales.**

EMAE (ene-22 = 100)

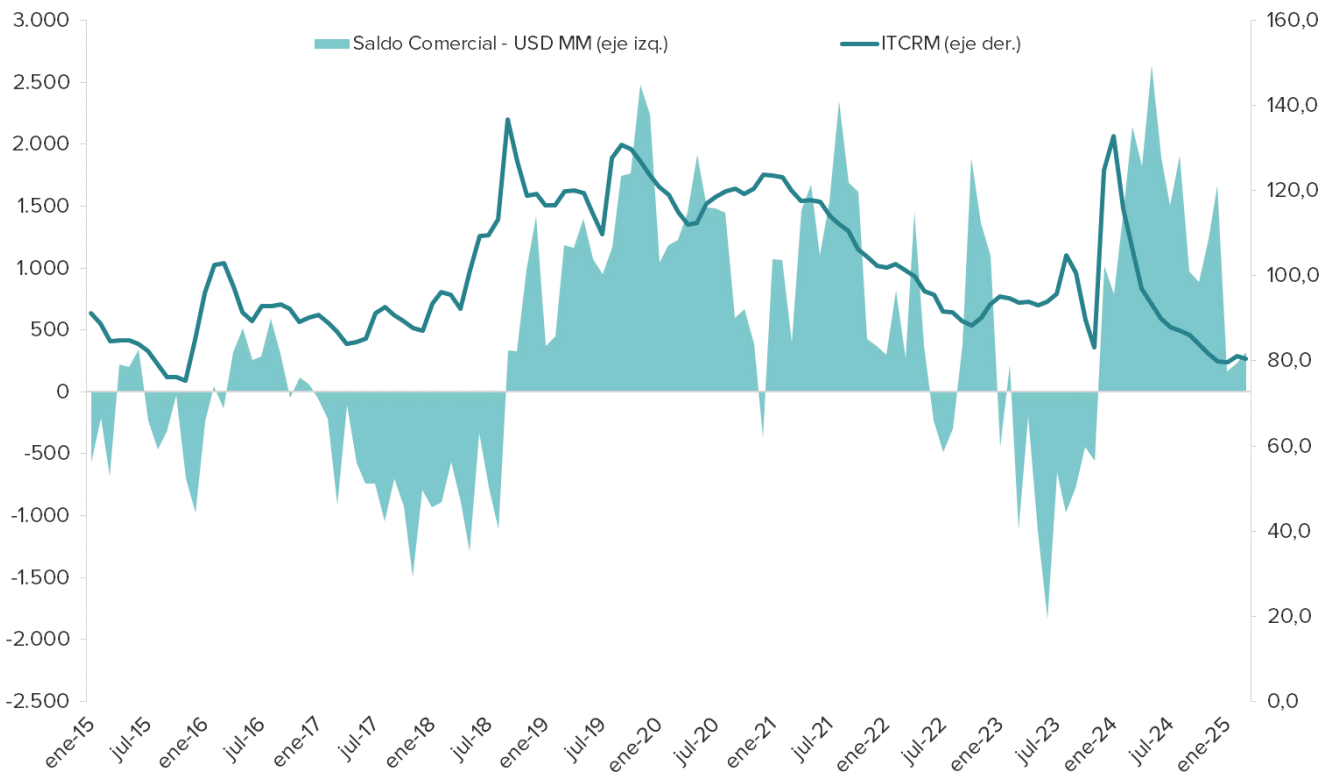


Fuente: IEB en base a Indec

Pasando a otro dato relevante, durante la semana pasada se dio a conocer **la balanza comercial de bienes de marzo, la cual registró un superávit de USD 323 MM y permitió acumular USD 761 MM en el primer trimestre del 2025**. Comparando con el mismo mes de 2024, el saldo decreció en USD 1.837 millones pese a la mejora en los términos de intercambio. **La disminución se explica principalmente por el fuerte incremento en las importaciones frente a las exportaciones, acompañando la recuperación de la actividad reflejada en el EMAE como ya hemos cubierto y la apreciación del tipo de cambio con respecto a marzo de 2024**: las importaciones alcanzaron USD 6.006 MM creciendo un 38,7% interanual producto de un crecimiento del 45% en las cantidades importadas, y las exportaciones fueron de USD 6.329 MM, con una disminución del 2,5% interanual y una caída del 4,2% en las cantidades exportadas.

En detalle, la suba en las importaciones se explica principalmente por la importación de Bienes de capital y Piezas y accesorios para bienes de capital, que crecieron con respecto al mismo mes del año anterior un 74,1% y 37,3%, respectivamente.

Saldo Comercial y Tipo de Cambio Real

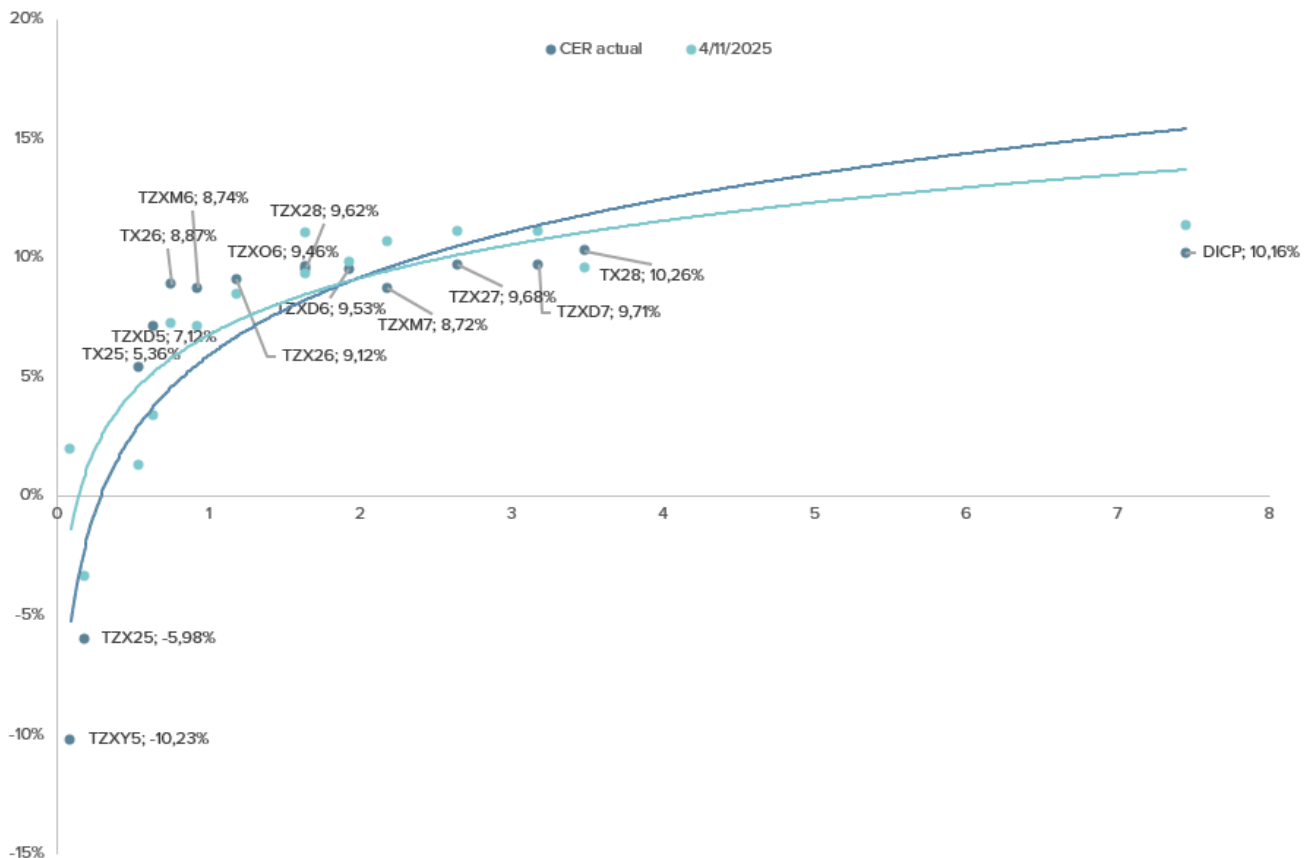


Fuente: IEB en base a Indec y BCRA

DEUDA EN PESOS

Nos encontramos con una semana llena de decisiones monetarias y cambiarias que afectan a la renta fija tanto en pesos como en dólares. Como punto de partida vamos a hablar de que ya nos encontramos a una semana de la salida del cepo y del establecimiento de las bandas cambiarias, observando que no hubo un gran salto cambiario y anticipando que el “pass through” será menor a lo esperado, lo que ocasionó el desarme de las posiciones en pesos en busca de hacer carry trade. **En particular se dio dentro de la curva CER, por lo que esta semana la curva corrigió en especial en la parte media, que era la que tomaban los inversores con el objetivo de captar como mencionamos anteriormente el “pass through” de un salto cambiario que presione sobre la inflación. En consecuencia actualmente la mayor parte de la curva se encuentra operando entre CER+9% y CER+9,5%.**

Desplazamiento de la curva CER



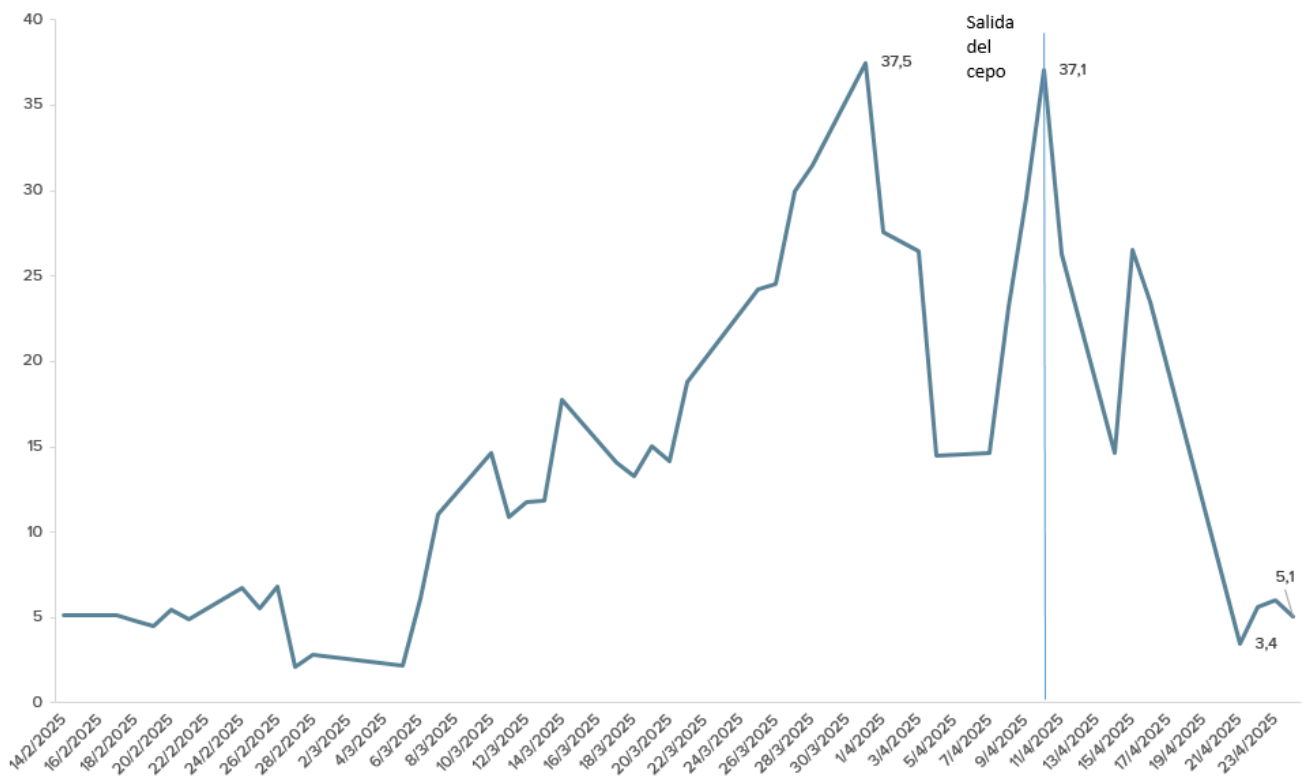
Fuente: IEB en base a BymaData

Es importante resaltar que tanto en el Staff Report del FMI, como el BCRA expresa en el comunicado del viernes 11, que la autoridad monetaria puede comprar divisas dentro de la banda con el fin de acumular reservas y así cumplir con las metas establecidas por el organismo. No obstante, tanto el Presidente como otros actores dentro del gobierno han dejado en claro que solo se comprarán dólares en el MULC cuando el tipo de cambio esté en el piso de la banda, por lo que era de esperarse que al no poder acceder al mercado de deuda y tener vencimientos de deuda que afrontar el BCRA no acumule reservas netas, sino todo lo contrario. Esto generaba una preocupación al mercado, la cual fue resuelta ayer con un anuncio del BCRA donde estableció que girará \$11,7 BB al Tesoro de \$19,4 BB que acumuló en el ejercicio pasado. Según informó el Secretario de Finanzas Pablo Quirno,

los \$11,7 BB quedarán depositados en la cuenta que tiene el fisco en el BCRA para ser utilizados por el gobierno solo para cancelar deuda.

Por las razones antes mencionadas vemos una disminución del spread entre el T30J6 Y TTJ26 de bps para el cierre de la semana pasada a 4 bps actualmente, ya que pierde valor la opcionalidad TAMAR, en virtud de que el mercado ya no espera una suba de tasas vinculada al techo que tenía la base monetaria ampliada que generaba una escasez de liquidez, forzando a un aumento de tasas o a una dolarización endógena, por lo que abandonando esta idea y solo proyectando dejar estable M2 en términos del PBI, permite al gobierno inyectar liquidez esperando una monetización de la economía y consolidarse el proceso de desinflación.

Evolución del Spread entre Boncap y TAMAR

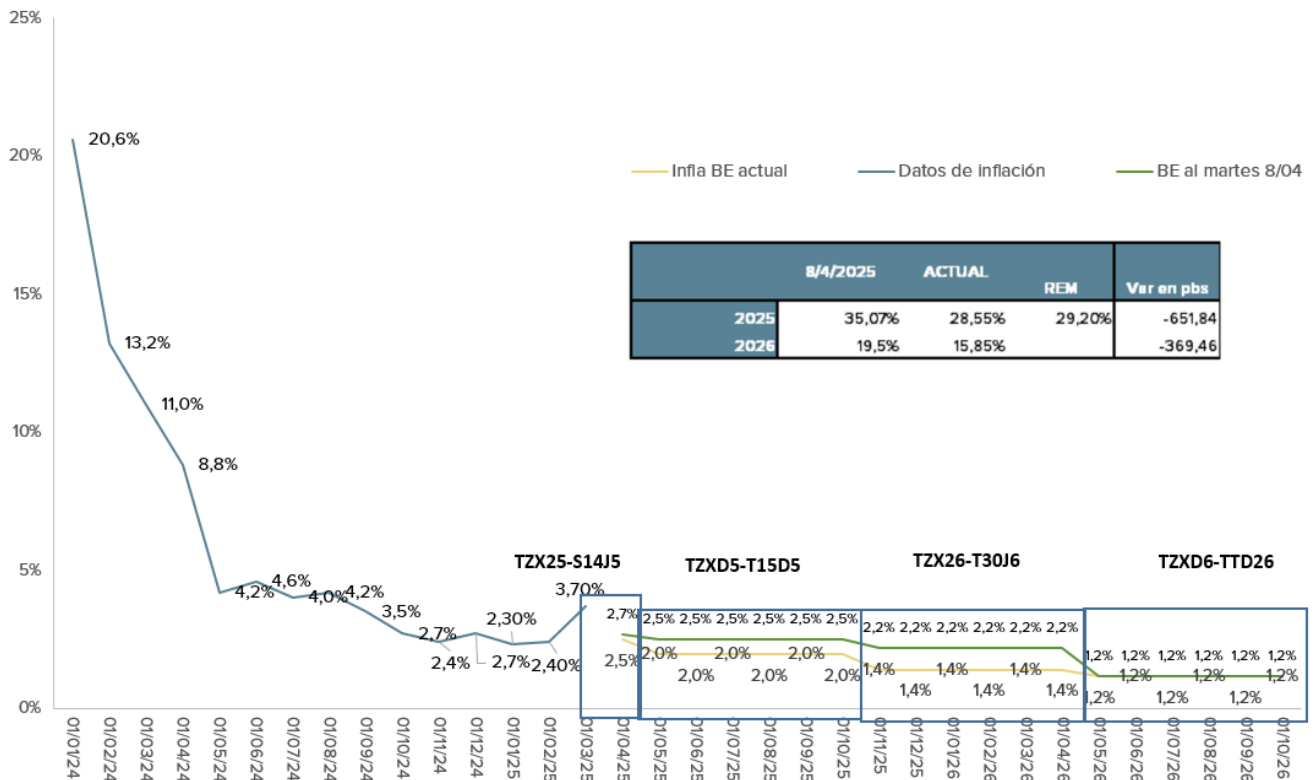


Fuente: IEB en base a 1816

Con respecto a los títulos de tasa fija, corrigen en el tramo medio y largo en lo que va de la semana cerrando con TEMs entre 2,5% y 2,7% lo cual está relacionado al desarme de carry, ya que vemos que en el mercado se estabilizaron las expectativas de inflación y no hubo un gran salto cambiario.

En concordancia con esto último que mencionamos de la estabilidad de las expectativas de inflación en el mercado vemos que la inflación BE es 3% para abril y de 1,7% para el tramo de mayo a octubre de este año. Por último dejamos un cuadro donde comparamos lo que estimaba el mercado como inflación BE con incertidumbre y antes de todas estas nuevas medidas, como así también lo que proyecta el REM de inflación para el 2025

Inflación Breakeven Lecap-CER



Fuente: IEB en base a BymaData e Indec

Por el lado de la búsqueda de cobertura vemos que en las últimas ruedas Rofex viene subiendo cerrando con TNAs en torno a 28% en los contratos más largos. Mientras que por el lado de los bonos DL también notamos cierta búsqueda de cobertura cambiaria en las últimas ruedas ya que al final de ayer comprimen 4,48% en promedio operando con TIRs de entre -14,98% para el título más corto a 6,50% para el más largo.

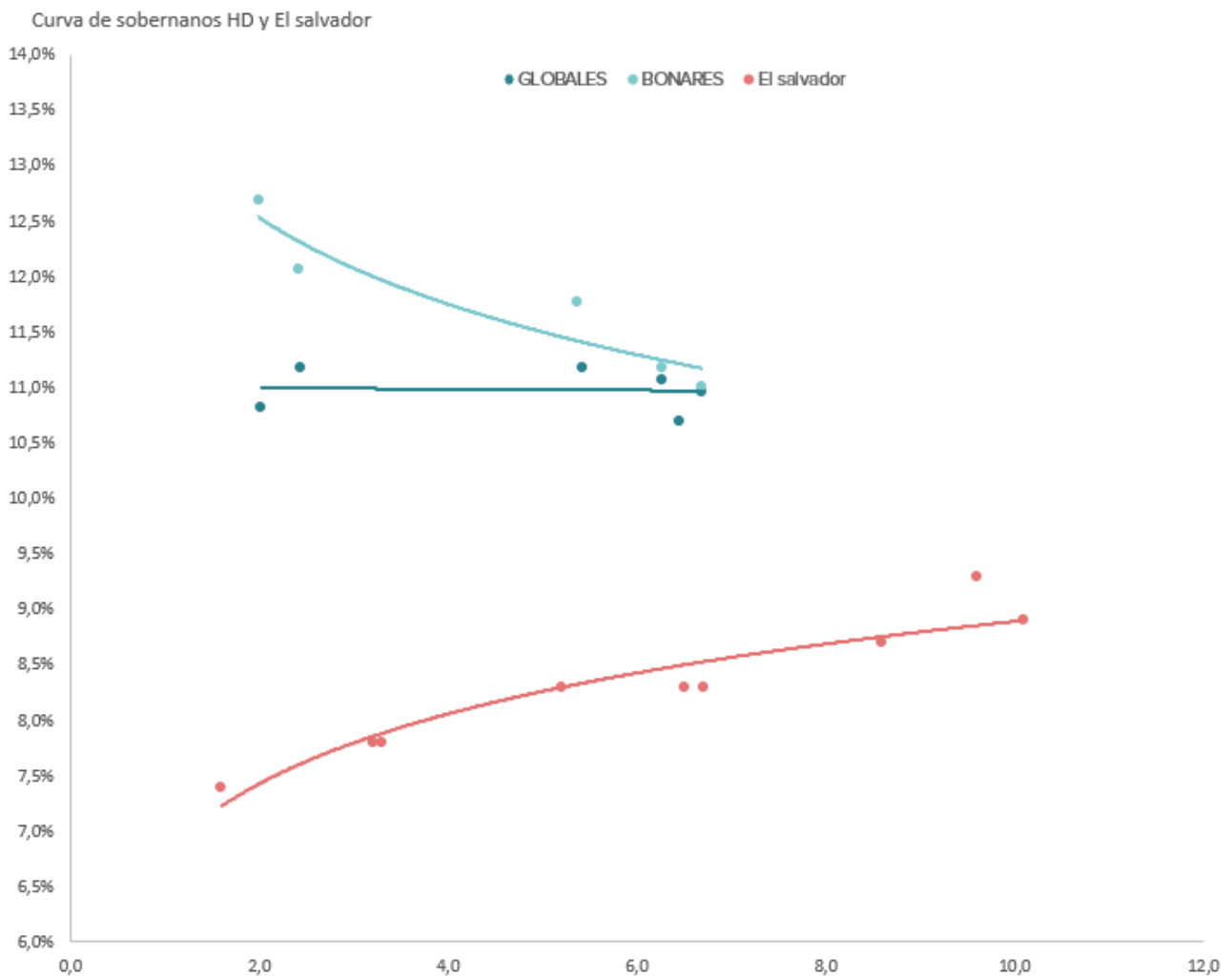
Para terminar con la parte de bonos en pesos es necesario recordar que el Mecon lícito 2 Lecaps S15G5 y S12S5, 3 Boncaps T17O5, T30O5 y T30E6, 2 Boncer con vencimientos en Octubre 2025 y Marzo 2027 y por último un USD LINKED con vencimiento a Enero 2026. **Enfrentaba vencimientos por un total de \$7,47 BB de los cuales \$5,64 BB corresponden a la Lecap S28A5 y \$1,83 BB del TC25. Este último se encuentra prácticamente en su totalidad en manos del sector público.**

Resultado Licitación del Tesoro 24/4/25 (En ARS MM)						
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado
S15G5	15/10/2025	\$ 1.656.566	\$ 1.595.469	\$ 2.121.974	2,73%	41,33%
S12S5	12/9/2025	\$ 511.514	\$ 450.633	\$ 637.421	2,65%	11,67%
T17O5	17/10/2025	\$ 882.503	\$ 774.645	\$ 1.058.552	2,71%	20,07%
TZXO5	31/10/2024	\$ 159.856	\$ 140.642	\$ 160.473	2,66%	3,64%
T30E6	30/1/2026	\$ 832.604	\$ 807.778	\$ 905.495	2,28%	20,92%
T15E7	15/1/2027	23.633	\$ 4.307	\$ 4.360	2,28%	0,11%
TZXM7	31/3/2027	\$ 97.883	\$ 87.083	\$ 112.041	CER+9,98%	2,26%
D16E6	16/1/2026	\$ 249.195	\$ 249.195	\$ 232.598	DL+9,83%	6,45%
Total		\$ 4.140.926	\$ 3.860.557	\$ 5.000.316		100%

Fuente: IEB en base a Mecon

DEUDA EN DÓLARES

En un contexto internacional favorable los bonos HD comprimen, en parte debido a las expectativas de recompra de dólares y por otra parte gracias a como ya dijimos a un un contexto más favorable para emergentes creciendo un 2,6% en lo que va de la semana, aunque todavía sigue sin normalizarse la curva ya que aún presenta pendiente negativa. Ingresamos en un ciclo favorable para la deuda local donde creemos que el próximo paso podría ser converger a la curva de El Salvador, que es un crédito comparable y que opera con TIRs de 7,5% en el tramo corto y TIRs de 8% en los bonos de similar duration a nuestros globales y bonares 2035 y 2041. En este sentido la deuda local todavía tiene un upside potencial muy interesante.

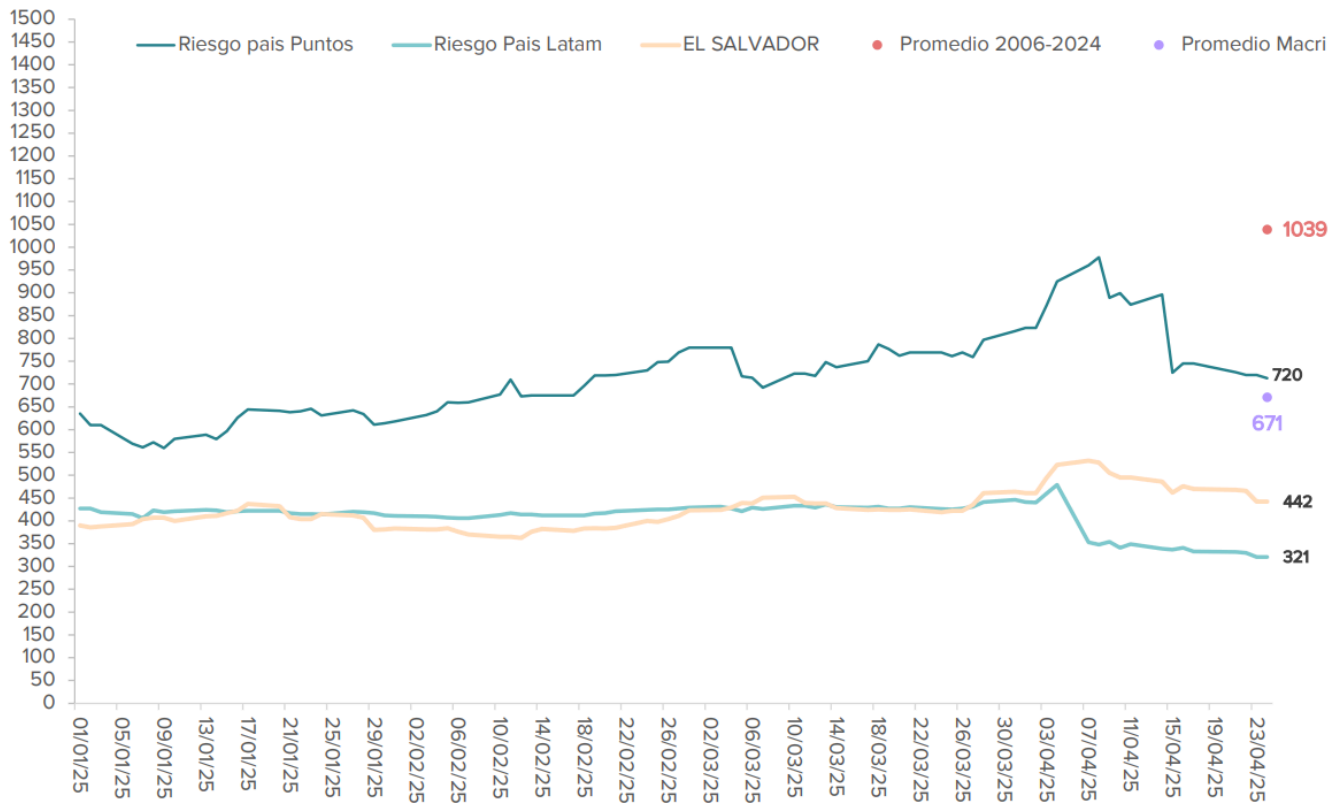


Decimos que hubo una mejora en el contexto internacional debido por un lado, al comienzo de las negociaciones de EEUU con China respecto a los aranceles y por otro lado, porque Trump confirmó que no pediría la renuncia del Presidente de la Fed.

Por otro lado, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Scott Bessent, sostuvo que la Casa Blanca podría otorgarle al gobierno argentino una línea directa de crédito en caso de que hubiera un shock internacional, lo que implicaría un préstamo del Tesoro de EEUU por 6 meses. Por lo que es de esperarse que la mejora de liquidez en USD por el crédito internacional primero de organismos internacionales y después el respaldo que brindó

Bessent, sumado al anuncio del BCRA donde estableció que girará \$11,7 BB que podría ser utilizado para el pago de deuda en USD, debería generar un aplanamiento en el corto plazo de la curva y eventualmente hacer que el riesgo país vaya convergiendo a niveles de 600 pbs.

Evolución Riesgo País Argentina vs Latam (2023-2025)



EQUITY ARGENTINO

Un entorno más amigable para el equity internacional propició las condiciones para una buena semana para el S&P Merval. La morigeración de la guerra tarifaria y un Trump que moderó sus comentarios y embates hacia el presidente de la FED dieron respiro a los mercados mundiales. En el plano local, el equity argentino todavía se encuentra factorizando en precios la [salida del cepo](#) y una potencial re-clasificación de la Argentina como mercado emergente.



Así, el índice luego de tocar mínimos de USD 1.547 puntos comenzó una recuperación que lo ha llevado -hasta el momento- hasta los USD 1.889 puntos. Aún un 19,5% por debajo de los máximos alcanzados a principios de enero de este año; cuando el mercado de equity comenzó un proceso de corrección. **Continuamos con nuestra visión constructiva para el equity argentino, considerando que la “próxima parada” será volver a los máximos alcanzados.** Luego de allí, la suerte del mercado de equity está -al igual que los demás activos argentinos- ligada al resultado de las elecciones de medio término en las que el oficialismo plebiscita su actual gestión. **Un éxito contundente en dichas elecciones marcaría un cambio cultural importante y despejaría las potenciales dudas que puedan, aún, albergar inversores.**

Nuestro escenario base depende, en gran medida, de un triunfo significativo del oficialismo. De esta manera y si el entorno internacional continúa acompañando, nuestro objetivo de un S&P Merval a USD 2.600 puntos a fin de año permanece sin cambios.

Temporada de Balances

Esta semana dió comienzo la presentación de resultados de las compañías argentinas para el primer trimestre de 2025. Presentó resultados **Vista Energy (VIST)**: resultados que estuvieron levemente por debajo de lo que estimábamos. Los detalles pueden leerse en la [nota de resultados](#) que escribimos. Para el fin de esta semana esperamos el reporte de **Ternium Argentina (TXAR)** y luego de un breve interludio en una semana corta, la maratón de presentación de las compañías más importantes.

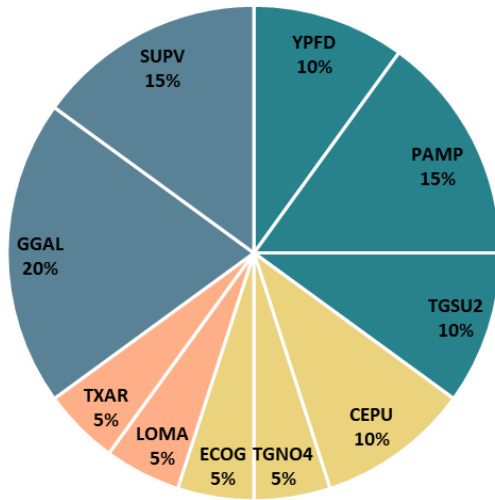
Calendario de presentación de Resultados					IEB
A definir		Miércoles 23/04	Jueves 24/04	Viernes 25/04	
     					
Lunes 28/04	Martes 29/04	Miércoles 30/04	Jueves 01/05	Viernes 02/05	
Lunes 05/05	Martes 06/05	Miércoles 07/05	Jueves 08/05	Viernes 09/05	
		 	   	 	
Lunes 12/05	Martes 13/05	Miércoles 14/05	Jueves 15/05	Viernes 16/05	
 					
Lunes 19/05	Martes 20/05	Miércoles 21/05	Jueves 22/05	Viernes 23/05	
					
Lunes 26/05	Martes 27/05	Miércoles 28/05	Jueves 29/05	Lunes 02/06	
					

Fechas tentativas que pueden sufrir modificaciones. Calendario que iremos actualizando a medida que surja más información.

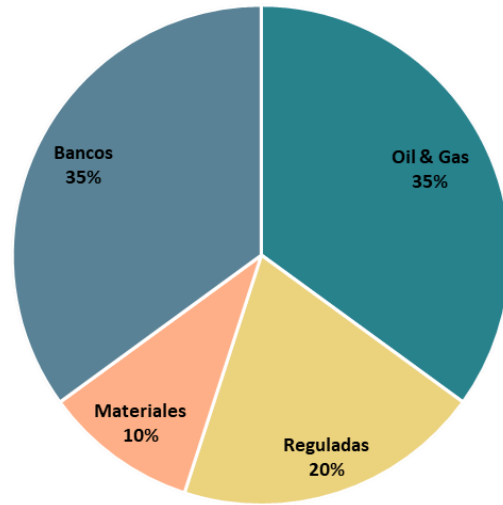
CARTERA Y ESTRATEGIA

Nuestra cartera permanece sin cambios. Consideramos que la estrategia que venimos aplicando es la correcta y viene probando ser exitosa: una buena exposición a un sector con mucho upside como el bancario y una sólida base de sectores defensivos: reguladas y gas. El segmento reguladas ha tenido una performance muy buena durante esta semana, en gran parte por haber sido uno de los más castigados. Materiales continúa siendo nuestra apuesta a una recuperación en la construcción; sector que sigue aún retrasado con respecto a otros.

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.