Perspectivas PPI 2024: La cautela de corto no opaca el optimismo de largo plazo

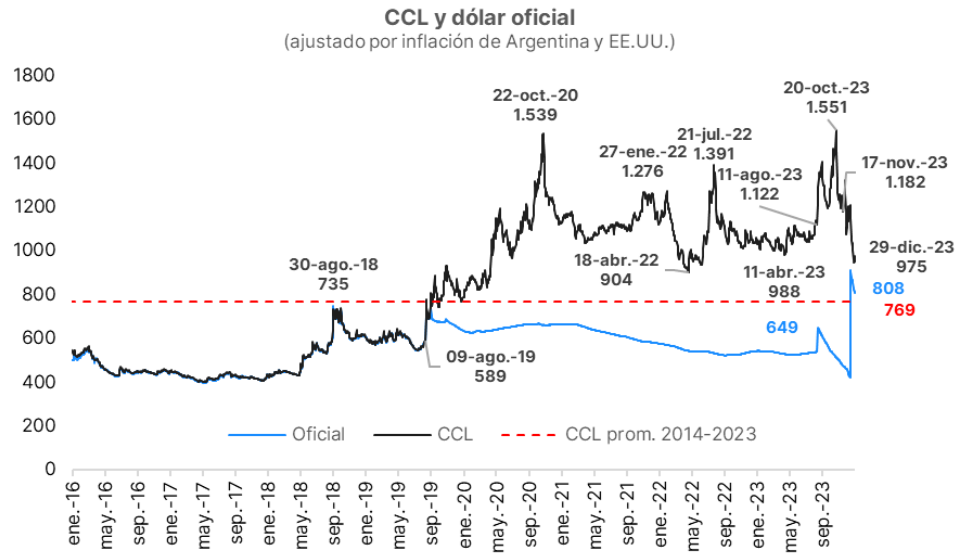
2 enero de 2024

ppi Portfolio Personal Inversiones

Perspectivas PPI 2024: La cautela de corto no opaca el optimismo de largo plazo

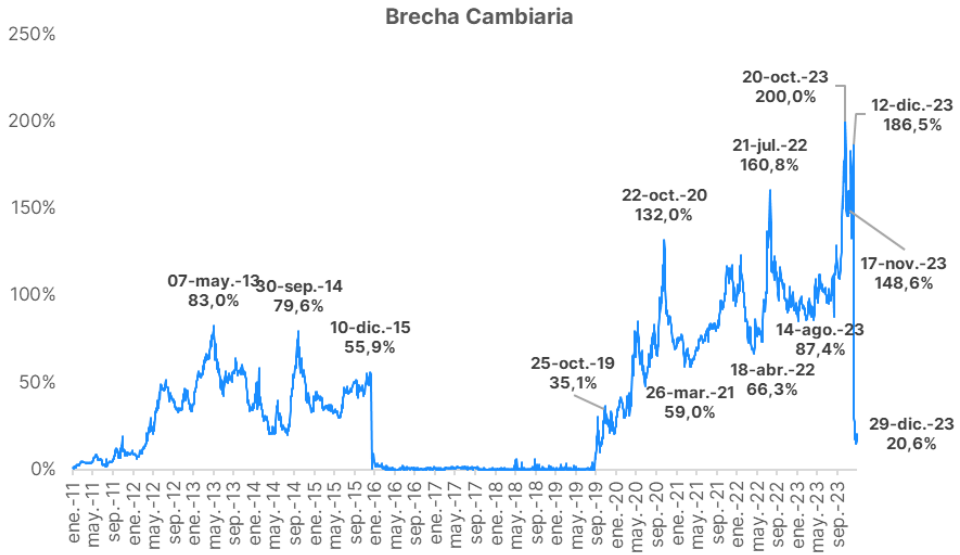
1. Perspectivas Macro: CCL e inflación esperan el plan de estabilización para confirmar el rumbo
2. Deuda en Pesos: Panorama después de cuatro años de Cepo y dónde hay valor
3. Deuda en Dólares: Repaso de un 2023 muy volátil y qué esperamos para 2024
4. Deuda Provincial: ¿Cómo afecta el plan fiscal a las provincias? Ranking PPI
5. Obligaciones Negociables: Ranking 2023 y perspectivas para 2024
6. Equity: Nuestro view sobre las acciones argentinas ante el cambio de rumbo
7. View Internacional: ¿Qué sucederá con la economía norteamericana y el S&P 500?

CCL en mínimos desde junio 2022



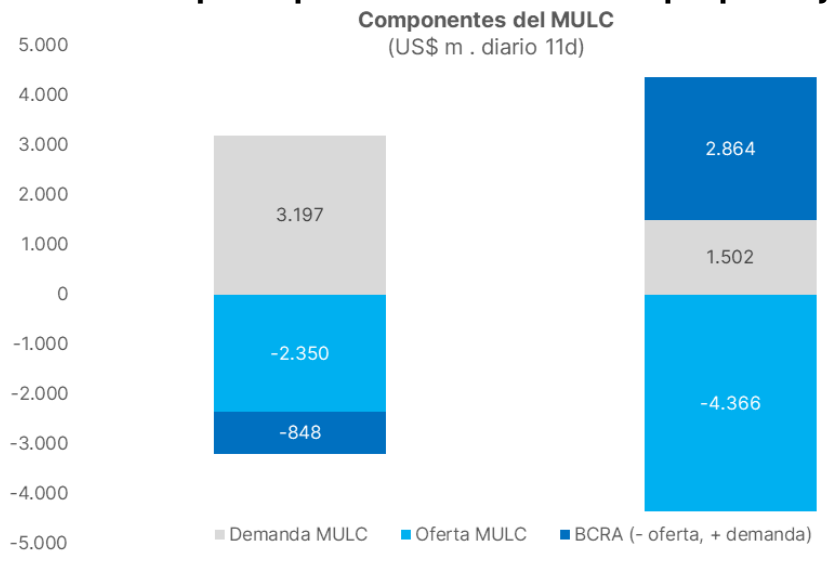
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Brecha en el menor nivel desde octubre 2019



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Comprime por fundamentals más que por flujo



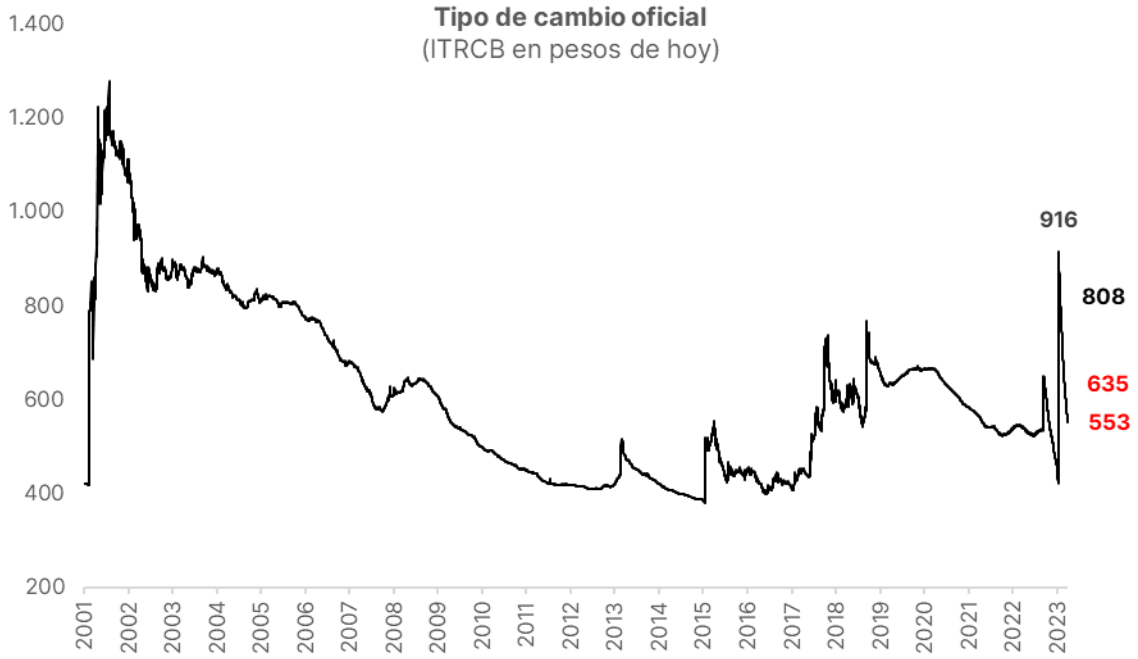
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Tras el ballotage, el CCL inició un camino descendente por factores tanto estructurales como coyunturales. Desde una perspectiva estructural, el triunfo de Milei implicó un giro de 180º en el enfoque económico que **revalorizó el peso**. Además de la promesa de equilibrio financiero en 2024 y consecuente nula monetización de déficit, fue fundamental el abandono de la dolarización. A modo de ilustración, en la víspera de las elecciones generales (cuando Milei lideraba y mantenía el discurso dolarizador) el CCL llegó a tocar $1.551 de hoy.

Desde una perspectiva coyuntural, el equipo económico le aportó flujo a la oferta del CCL. A partir del 13/12 la liquidación en MULC/CCL del Programa de Incremento Exportador pasó de 50/50% a 80/20%, al mismo tiempo que se sinceró el tipo de cambio oficial, saltando de $366 a $800. Esto resultó en un incremento efectivo del tipo de cambio para los exportadores de 30%, de $651 (promedio en el programa anterior) a $848 el día de la devaluación, lo cual incentivó la liquidación. Como muestra de ello, el volumen en el mercado *spot* (MAE) acumuló US$4.366 millones en las doce ruedas post devaluación versus US$2.350 millones en las doce previas. A partir de estas cifras, puede asumirse que el volumen ofertado en la plaza de CCL era mayor pre devaluación que post (US$2.350 millones versus US$1.091 millones). En definitiva, **el peso viene apreciándose, en mayor medida, por *fundamentals* y, en menor medida, por flujo**.

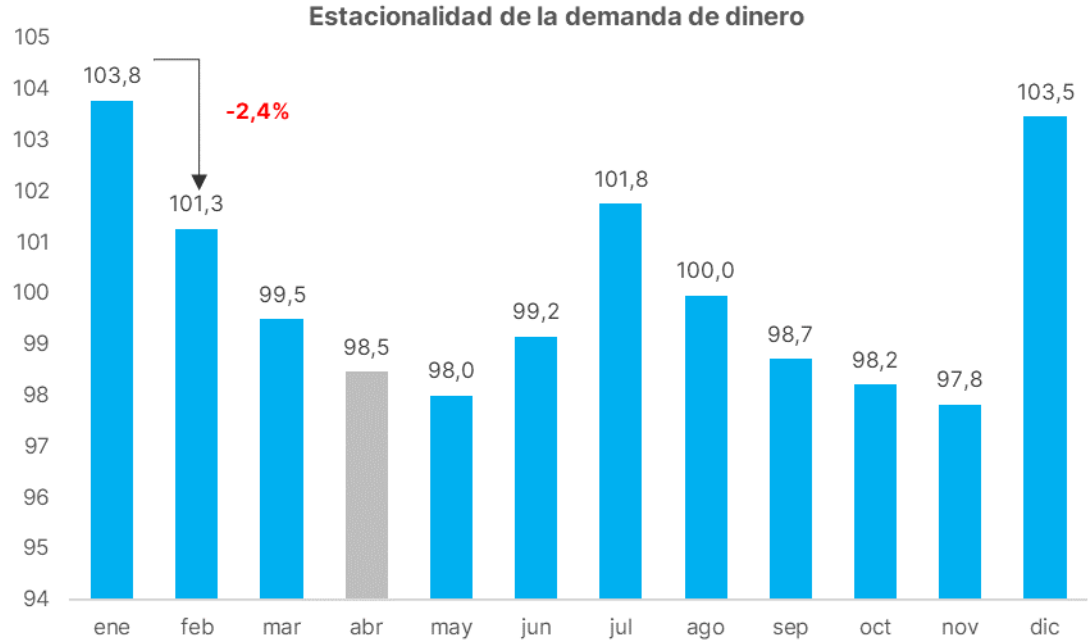
La brecha cambiaria tuvo una fuertísima compresión hasta 15,2%, que la devolvió a mínimos desde octubre 2019, aunque **rebotó hasta 20,6%** la última rueda de 2023. La baja fue, en menor medida, por "arriba" (CCL contenido inicialmente y bajando luego por mejores expectativas de largo plazo) y, en mayor medida, por "abajo", dado el salto discreto del tipo de cambio oficial de 118%. Una devaluación récord con una nominalidad lanzada y una brecha prácticamente desapareciendo son prueba suficiente del **anclaje inicial del plan**.

La rápida apreciación del peso demandará aceleración del *crawling peg*



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La caída estacional de la demanda de dinero en febrero presionaría al CCL

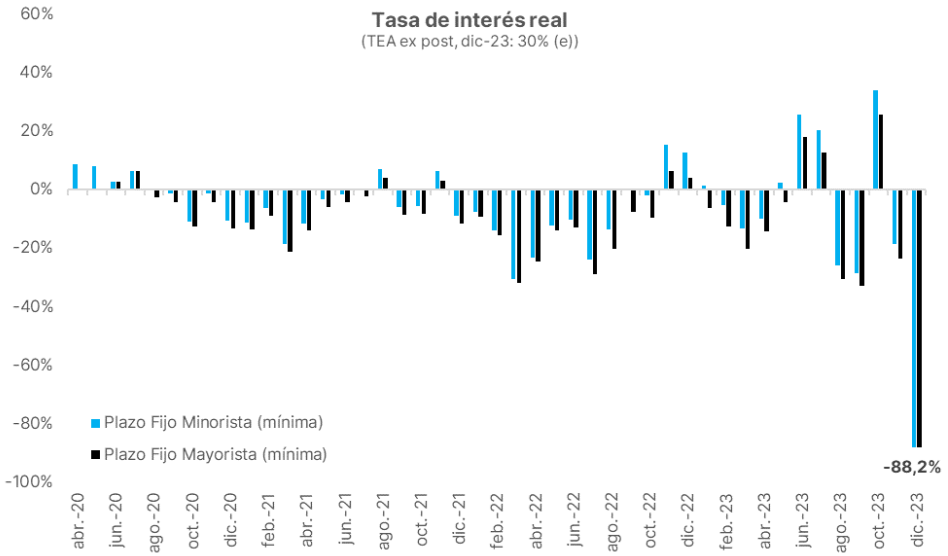


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Luego de convalidar un salto discreto del tipo de cambio por encima del esperado por el mercado de 118%, de $366 a $800, el Banco Central decidió fijar el **ritmo de depreciación mensual en 2%. Es el único tipo de ancla nominal con la que cuenta el programa económico**, aunque está lejos de significar una de envergadura ante una tasa de interés ultra negativa en términos reales. La estrategia del equipo económico, más que exitosa inicialmente, consiste en poner una tasa en pesos "elevada" nominalmente (entre 8% y 9% mensual) que fuerce a los exportadores a liquidar (es decir, encarece el apalancamiento) y a colocarse en pesos. Si bien está dando sus frutos en el corto plazo (el BCRA acumula compras por US$2.864 millones en doce ruedas), pronto habrá ruidos sobre la sostenibilidad del *crawling peg*. Si bien el ministro Caputo confirmó que el salto devaluatorio fue exagerado para tener "colchón" para apreciar, la inflación corriendo al 30% en diciembre, y no muy por debajo de este nivel en enero, garantiza una revalorización aceleradísima del peso. En el gráfico de arriba a la izquierda se observa como la conjunción de una devaluación de 2% mensual e inflación de 30% en diciembre y 28% en enero, derivará en un tipo de cambio de $635 (en pesos de hoy) a fines de enero y, asumiendo una inflación de 17% en febrero, de $553 a fines de ese mes. En otras palabras, **deberíamos ver un cambio de ritmo en el *crawling* para atenuar la apreciación a fines de enero, lo que también tendría implicancias sobre la tasa**, que siempre debe ir por encima en un esquema de cepo para que fluya la liquidación en el MULC.

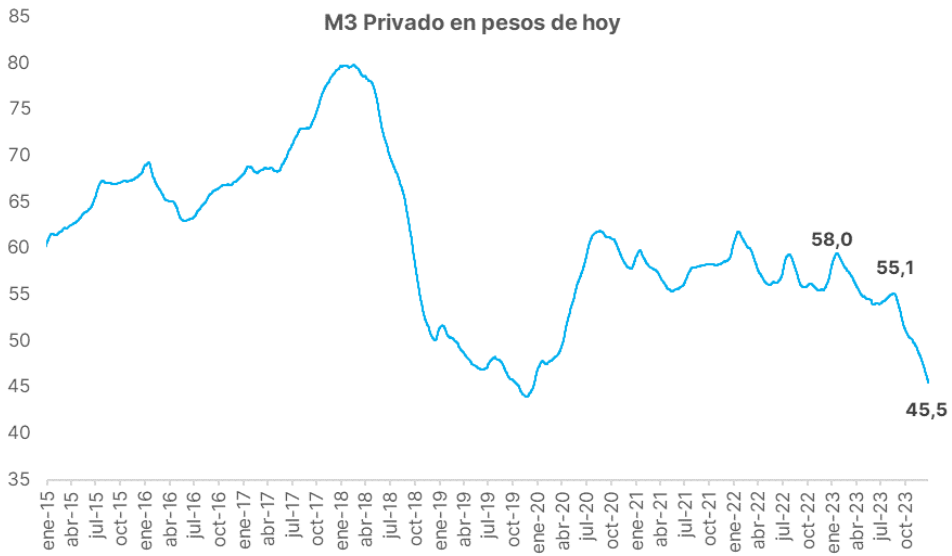
En simultáneo, tras el pico estacional de la demanda de dinero en diciembre y enero (lo que juega a favor de un CCL contenido, como estamos presenciando), en febrero se inicia una reversión de ese camino, con la mayor caída intermensual del año, para hacer piso en mayo (lo que hace pensar en una suba del CCL). En consecuencia, **a partir de la segunda quincena de enero la brecha cambiaria tendería a ensancharse** tanto por "debajo" (*crawling* viajando muy por debajo de la inflación) como por "arriba" (CCL subiendo). Este escenario sería riesgoso para un BCRA que siga enfocado en "licuar", teniendo probablemente que **pasar a un modo *hawkish***. Más allá de la particularidad de febrero, creemos que va **conformándose el escenario para una "última devaluación" para salir del cepo cambiario en algún momento del primer semestre** (tal vez en abril, en consonancia con la entrada de la cosecha gruesa).

Tasa real muy negativa ante una inflación en 30%



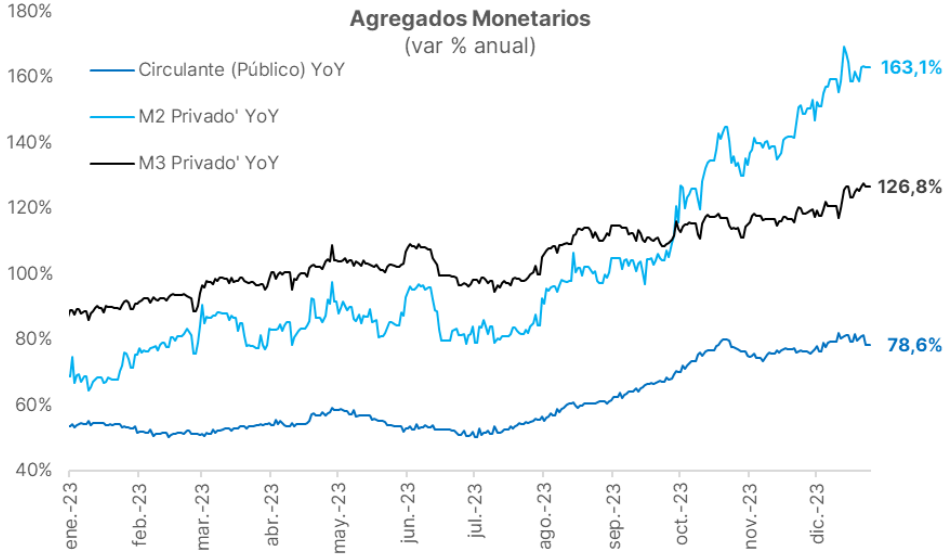
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Licuación de la cantidad de dinero de la economía



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Los agregados monetarios se vuelven más líquidos



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El BCRA bajó la tasa de política monetaria de 254,8% a 171,5% (TEA) al eliminar la LELIQ y bajar 26 pp la de Pases. En simultáneo, recortó la tasa mínima de Plazo Fijo de 253,3% a 186,7% en un contexto de aceleración inflacionaria al récord de 30% mensual. La tasa de interés real resultante se hundió a -88% TEA, mínimo histórico. Así, el equipo económico toma provecho de la represión financiera que provoca el cepo cambiario (no hay dónde colocar los pesos) para forzar una **licuación de saldos reales**. A modo ilustrativo, en los 25 días de diciembre, estimamos que el M3 Privado amplio (incluye Pases de FCI con BCRA) se redujo 5,1% en términos reales, extendiendo la baja iniciada en agosto (-17,5%).

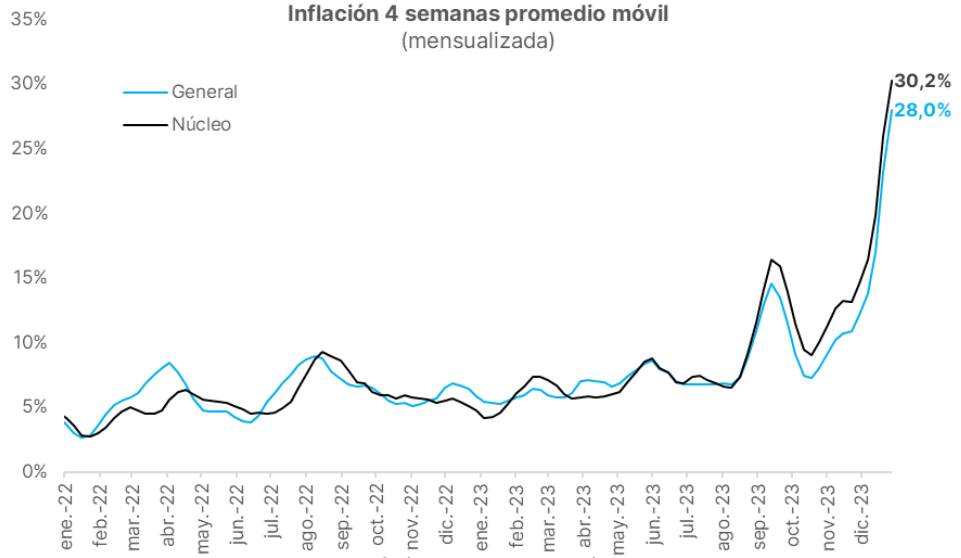
La contracara de esta licuación forzada es que los pesos pasan de Plazo Fijo a transaccionales, lo que es observable en el M2 Privado acelerando marcadamente frente al M3. Es decir, los agregados monetarios se vuelven más líquidos y así el terreno se vuelve propicio para una aceleración de la velocidad de circulación del dinero.

El plan del equipo económico sería que la tasa sea positiva en dólares, a pesar de ser muy negativa en términos reales. El *carry trade junto* al ancla fiscal (lo que implica nula emisión futura de origen fiscal) incentivaría a mantener posiciones en pesos. Desde nuestra perspectiva, esto es **suficiente para alejar un escenario de espiralización, pero no deja de suponer un riesgo de aceleración nominal**.

La velocidad de circulación en niveles récord

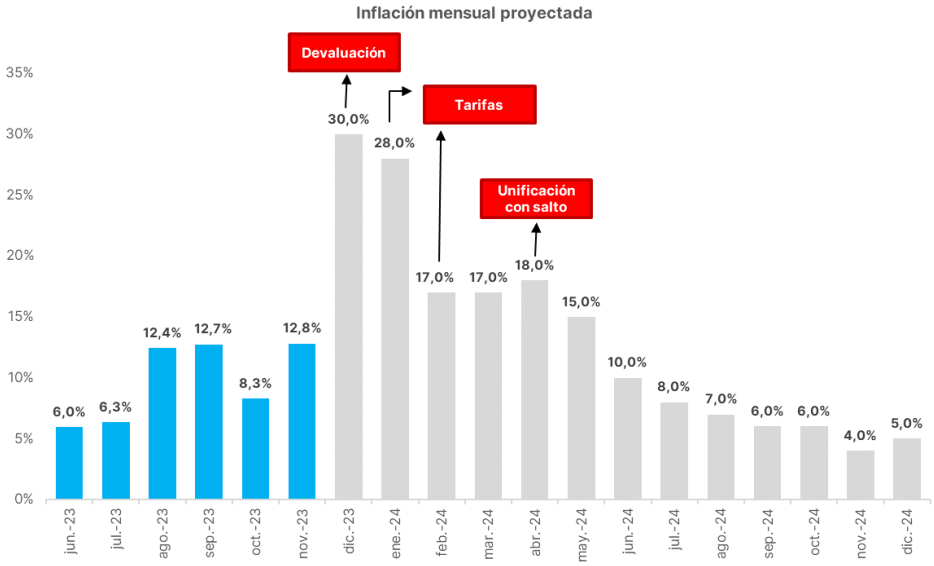
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La inflación viaja al 30% mensual



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿Qué sendero de inflación esperamos para 2024?



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La baja de tasas provocará una inflación algo más elevada y una desaceleración más gradual a la que hubiese tenido lugar con un shock monetario. Implementar una política monetaria laxa en un contexto de velocidad de circulación de dinero récord, y acelerando sin pausa desde octubre, conlleva riesgos de aceleración nominal. Lo positivo es que tras la devaluación los precios no se espiralizaron, lo que refleja el éxito inicial del ancla fiscal. La inflación semanal replicó el comportamiento que tuvo luego del salto discreto post PASO, pero a mayor escala. Tanto la general como la núcleo se dispararon a dos dígitos en la semana posterior a la devaluación para recortar a la mitad en la segunda semana tras el evento. Lo negativo es que ambas medidas están viajando a 5,5/7% semanal, velocidades récord exceptuando eventos disruptivos. La baja de tasas postergaría una desaceleración en el corto plazo a niveles de 2/2,5% como pre ballotage.

La inflación general viajó al 28% mensual en las últimas cuatro semanas y la núcleo al 30%. Por ende, faltando datos de la última semana, **la general se perfila a 30% en diciembre y la subyacente a superar este umbral**. Al ocurrir la devaluación cerca de mediados de diciembre y medirse la inflación como variación promedio en vez de punta, **diciembre dejará un alto arrastre estadístico para enero**, al igual que en agosto/septiembre. Si la inflación semanal se desploma a 2,8% en las próximas cuatro semanas (recorta el ritmo semanal a la mitad), la inflación del primer mes de 2024 se ubicaría en torno a 21% mensualizado al 24/01.

Si bien es algo osado ponerle números a la inflación de 2024, proyectamos un sendero esperado. **Vemos una baja no lineal de la inflación, la cual comenzaría a ser sostenida a partir del segundo semestre con una unificación cambiaria en abril, salto discreto mediante**. La inflación se mantendría cerca de 30% en enero por lo mencionado, cedería en febrero, aunque permaneciendo cerca de 20% por el ajuste de tarifas, para acelerarse en abril por una devaluación que tendría como objetivo la unificación cambiaria. Tras esto, **esperamos que la inflación desaceleré a 4/5% mensual hacia fin de año**.

Deuda en pesos | ¿Cómo queda el panorama después de 4 años de Cepo?

La deuda en pesos local representa el 39,6% del PBI en diciembre resultando una cifra notablemente elevada con respecto a diciembre del 2019 (final de la administración de Macri) **donde dicho porcentaje alcanzaba el 13,9%**. Esto se debe principalmente a la utilización del mercado doméstico como única vía genuina para financiar el desequilibrio fiscal de estos años (15% PBI acumulado). Sin embargo, también es un reflejo de la monetización indirecta por las compras del Banco Central de títulos en el mercado secundario ('Quantitative Easing'). A su vez, es importante resaltar que la deuda en pesos trepó de 28,9% del PBI en noviembre a los 39,6% actuales producto del salto discreto (+118,3%) en el tipo cambio oficial, lo que prácticamente duplicó el stock de deuda atada al FX oficial. Por otro lado, desde diciembre de 2019 hasta abril de 2022 la participación del sector privado se amplió considerablemente para luego disminuir con respecto a los meses previos a excepción de diciembre de 2023. En este sentido, la presencia de las entidades públicas prácticamente se corrió de escena luego de que la nueva administración aplicara una combinación de medidas que afectaban principalmente a los bancos (baja de tasas en los Pases a 1 día y la eliminación de las LELIQs), los cuales se volcaron a instrumentos del Tesoro para intentar mitigar la licuación de los pesos. Mencionado lo anterior, dentro del stock de deuda, la gran composición de instrumentos indexados a la inflación, al tipo de cambio oficial o al máximo entre ambos, siguió una dinámica creciente desde diciembre de 2019 a diciembre del 2023. Específicamente, los instrumentos indexados representaban el 55% al final de la administración Macri, mientras que ahora explican casi la totalidad de la deuda (96%). Por otro lado, la vida promedio de la deuda cayó de 4,04 años a 1,55 años durante el gobierno de AF. La reducción significativa entre noviembre y diciembre 2023 se debe principalmente al rescate del DICP que vence en 2033.

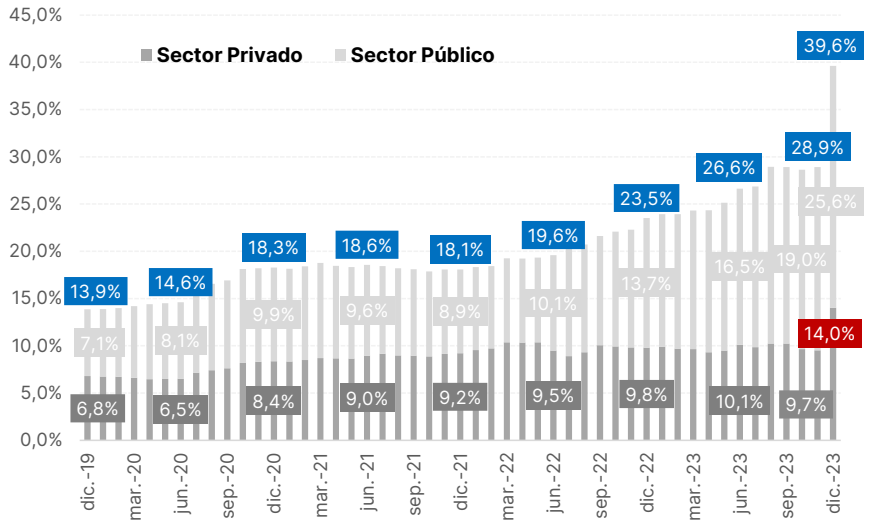
A simple vista, **el retorno de la deuda en pesos fue creciente en el año excepto en septiembre, donde los instrumentos sufrieron una corrección marcada por las dudas que generaba una dolarización desordenada**. En términos generales, tanto los instrumentos ajustables por inflación como por tipo de cambio exhibieron retornos totales en el año superiores a inflación (222,7% acumulado anual estimado) aunque más en línea al dólar oficial post salto del 13/12 (incremento de 356,2% en el año). Además, dada la merma del CCL durante el último mes, se colocaron por encima del desempeño de los dólares financieros.

Cuadro de Retorno Total de Instrumentos seleccionados en 2023

	ene.-23	feb.-23	mar.-23	abr.-23	may.-23	jun.-23	jul.-23	ago.-23	sept.-23	oct.-23	nov.-23	dec.-23	2023
TX24	5,6%	6,9%	5,7%	8,9%	8,6%	11,1%	7,4%	14,8%	-1,1%	20,4%	18,6%	47,0%	300,8%
T3X4				4,1%	12,3%	9,6%	9,4%	14,2%	0,8%	18,2%	22,7%	50,9%	
T2X4	4,2%	9,1%	5,1%	6,3%	13,0%	10,7%	9,3%	15,6%	-6,1%	22,4%	26,4%	68,4%	391,5%
T4X4				6,3%	14,0%	10,4%	9,3%	16,2%	0,3%	15,6%	25,3%	70,3%	
T5X4							12,3%	17,7%	-6,2%	20,3%	25,4%	63,0%	
T2X5				5,0%	16,1%	12,1%	8,1%	19,8%	-11,1%	24,8%	29,8%	48,0%	
TX26	6,4%	9,5%	1,6%	8,5%	12,2%	16,7%	8,3%	20,9%	-15,6%	26,4%	28,7%	50,5%	355,1%
DICP	12,7%	6,7%	-2,7%	7,0%	10,9%	24,3%	8,7%	20,6%	-10,3%	20,2%	27,6%	48,3%	361,4%
TV24	4,4%	13,3%	8,1%	16,5%	10,3%	7,9%	8,0%	33,6%	-10,3%	21,1%	35,0%	34,2%	403,7%
T2V4						7,8%	11,3%	33,3%	-12,8%	20,0%	41,7%	36,1%	
TDF24	5,2%	9,4%	8,3%	11,1%	15,5%	12,9%	4,6%	28,7%	-8,3%	16,6%	38,2%	30,9%	369,5%
TDA24						10,0%	9,2%	26,5%	-7,1%	19,7%	32,7%	37,9%	
TDG24							8,9%	26,6%	-6,8%	18,9%	37,5%	33,7%	
CCL (c/ADRs)	6,8%	-0,4%	8,2%	15,0%	7,7%	3,9%	8,0%	42,1%	5,0%	4,4%	2,1%	11,4%	183,5%
IPC General	6,0%	6,6%	7,7%	8,4%	7,8%	6,0%	6,3%	12,4%	12,7%	8,3%	12,8%	30,0%	222,5%
Badlar Prom. Mensual	5,8%	5,8%	5,9%	6,2%	7,5%	7,7%	7,7%	8,6%	9,5%	10,2%	10,8%	10,3%	151,0%
A3500	5,5%	5,5%	6,0%	6,5%	7,5%	7,2%	7,2%	27,1%	0,0%	0,0%	3,0%	124,3%	356,4%

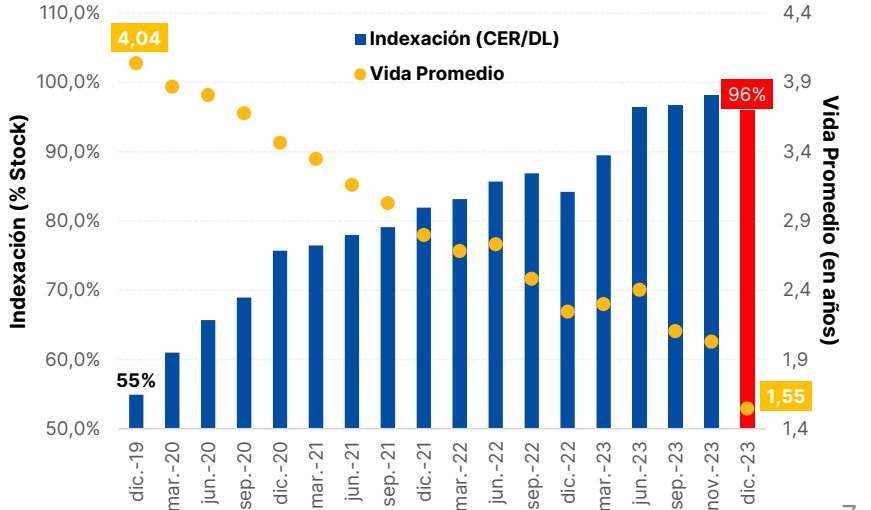
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Stock de la Deuda en pesos
(en % del PBI por tenedor)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Indexación y vida promedio del stock
(% del stock & años)



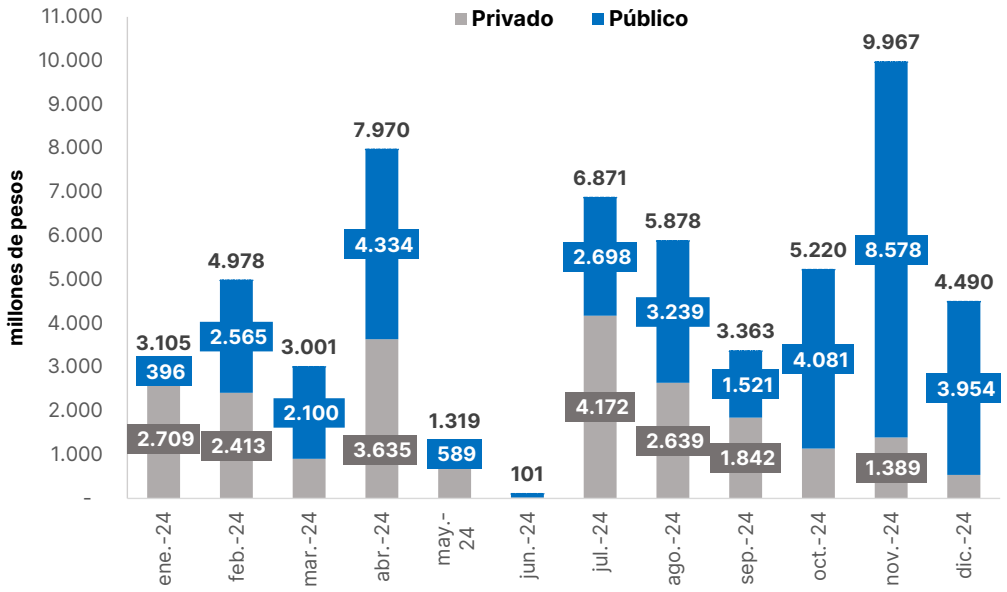
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Deuda en pesos | La búsqueda de refugio marcará los próximos meses

La readecuación y sinceramiento de las variables económicas que plantea el plan económico del nuevo Gobierno provocó un shock inflacionario en diciembre, que nos acompañará en los primeros seis meses de 2024. A su vez, el plan busca erosionar los saldos reales en pesos, el cual era uno de los objetivos, que mencionó el propio Milei en numerosas ocasiones, antes de unificar el mercado de cambios. Frente a una baja de tasas significativa de los Pases a 1 día (de 133% a 100% TNA) y la eliminación de las LELIQs por parte del BCRA, los inversores se volcaron a los instrumentos del Tesoro en búsqueda de una tasa mayor que mitigue la licuación de los pesos. De hecho, desde la toma del poder por parte del libertario, la compresión de la curva de bonos indexados a la inflación por CER es notoria percibiendo una fuerte demanda por este tipo de ajuste. Cabe resaltar que la compresión se da especialmente en el tramo más corto de la curva, donde las tasas pasaron en promedio del -46,7% al -72,9% (TIR). Por otro lado, en el caso de los bonos que tienen algún ajuste al tipo de cambio oficial (bonos DL y Duales tramo DL) la compresión de las tasas no es visible, ya que estos bonos pagan devaluación más una tasa adicional y la misma ya tuvo lugar.

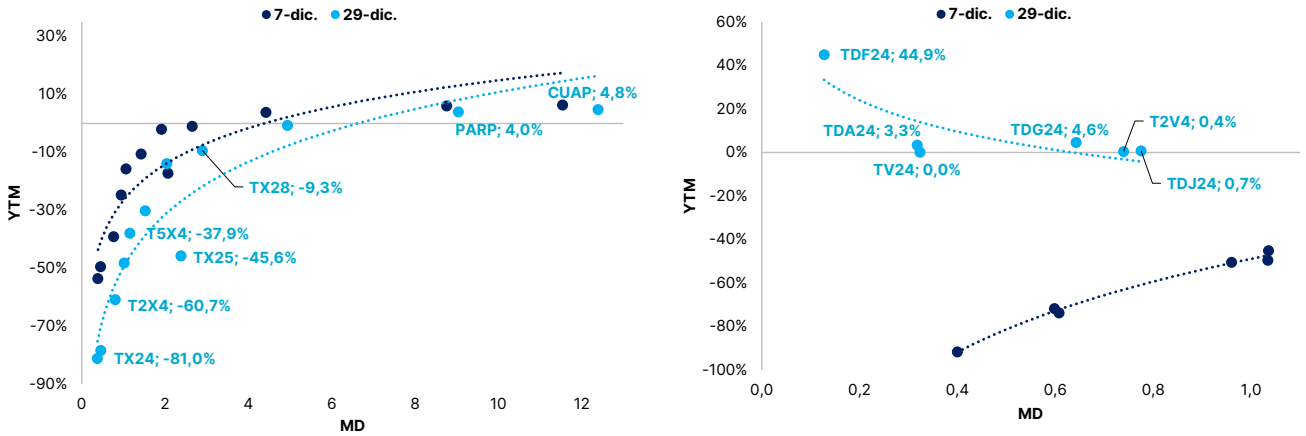
Cabe mencionar que el equipo económico capturó $3,4 billones en las dos licitaciones que tuvo esta gestión, quedando un resultado neto positivo de aproximadamente $3,2 billones en el mes, reflejando inversores ávidos por atenuar el impacto de tasas reales negativas. Por otro lado, veremos demanda cautiva en el mercado de bonos en pesos a medida que el *spread* de intermediación financiera siga tornándose negativo. En este sentido, el diferencial de tasas tomadora/colocadora (Plazo Fijo/BCRA) bajó de +1,5 pp en el segmento minorista (+23,2 pp en el mayorista) a -15,2 pp luego de la relajación de la política monetaria (se unificaron segmentos). Recordemos que los bancos todavía conservan $24,65 billones en deuda del BCRA ($23,68 en Pases). Así, **desarmarían parte de Pases para colocarse en instrumentos del Tesoro, lo cual mejoraría significativamente el *rolleo* de la deuda en pesos en el primer trimestre.** Mirando hacia adelante, en el primer semestre de 2024, los vencimientos más relevantes caerán en abril, julio y noviembre, correspondiendo a privados 45,6%, 60,7% y 13,9%, respectivamente.

Perfil de vencimientos de la deuda en pesos en 2024



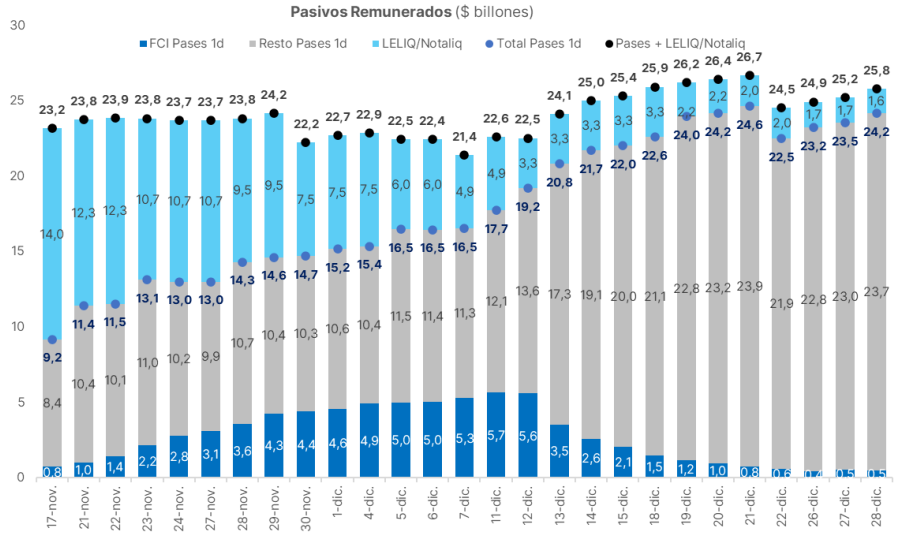
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Evolución de las curvas en pesos desde que asumió Milei



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El stock de pases a 1 día fortalecerá las licitaciones del Tesoro durante estos meses



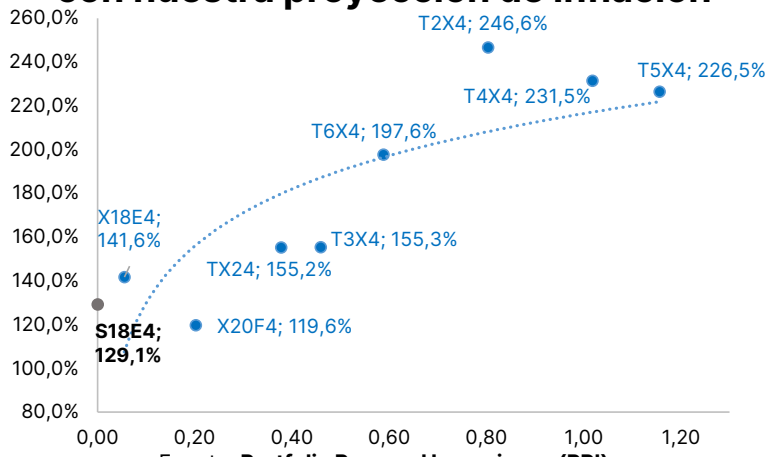
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Deuda en pesos | ¿Existe valor en CER a estos niveles? ¿Es buen timing para "Carry Trade"?

Sin duda el interrogante más repetido durante las últimas semanas fue qué hacer con los pesos en este contexto desafiante de fuertes tasas reales negativas, pero de dólares financieros dormidos. En este punto, es importante resaltar que pensamos que el proceso de erosión de pesos se extenderá a lo largo del primer trimestre de 2024. De acuerdo con nuestra proyección de inflación (ver slide 6), el tramo corto (hasta 12 meses) de instrumentos CER muestra tasas entre 120% y 246% (TEA) equivalente con tasas efectivas mensuales de entre 6,1% y 14,2%. En todos los casos, son alternativas que buscan mitigar, pero no contrarrestan una inflación que correrá en el rango de 28/30% en diciembre/enero.

Otra de las consultas, en relación a la merma del CCL durante este mes, es sobre las estrategias de "carry trade". La estrategia de "carry trade" implica vender CCL para invertir en títulos en pesos para aprovechar que la tasa de interés este por arriba de la evolución del dólar. Una vez cobrados los pesos, volver a comprar CCL y obtener más dólares que los iniciales. En nuestra opinión, y dados los efectos puntuales sobre la calma del CCL (programa de beneficio exportador, alta estacionalidad de la demanda de pesos en diciembre y pleno impacto del shock económico), **preferimos tomar una posición conservadora de cara a las próximas semanas y, en especial, a la retracción de la demanda de dinero de febrero.** Si, aun así, un perfil agresivo quisiera llevar adelante esta estrategia, sugerimos hacerlo vía títulos ajustables por inflación. En el cuadro de abajo, reflejamos los diferentes retornos totales esperados para tres senderos diferentes de apreciación real de tipo de cambio punta a punta 2024. **En nuestra opinión, dentro de la curva CER el tramo de la segunda mitad de 2024 es el lugar óptimo de la curva para jugar la apreciación real del peso, capturar la aceleración entera de la inflación y minimizar el posible rebote en las tasas de interés reales.**

Tramo corto de la curva de pesos de acuerdo con nuestra proyección de inflación



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

							30% apreciación TCR YoY					15% apreciación TCR YoY					45% apreciación TCR YoY				
Instrumentos	Precio ($)	TEA	Monto inicial (US$)	Monto inicial ($)	Valor nominal	Monto final ($)	Sendero TCR (%)	CCL al vencimiento	Monto final (US$)	**Retorno (US$)**	TIR (US$)	Sendero TCR (%)	CCL al vencimiento	Monto final (US$)	**Retorno (US$)**	TIR (US$)	Sendero TCR (%)	CCL al vencimiento	Monto final (US$)	**Retorno (US$)**	TIR (US$)
BONCER24 25 de marzo (TX24)	1.277	155,2%	1.000	975.000	76.351	1.203.455	-12,5%	1.575,5	764	**-23,6%**	-67,2%	-6,1%	1.690,1	712	**-28,8%**	-75,5%	-19,2%	1.454,9	827	**-17,3%**	-54,4%
BONCER24 14 de abril (T3X4)	338	155,3%	1.000	975.000	288.462	1.266.913	-14,8%	1.710,8	741	**-25,9%**	-63,6%	-7,3%	1.861,5	681	**-31,9%**	-72,6%	-22,6%	1.554,6	815	**-18,5%**	-49,8%
BONCER24 20 de mayo (T6X4)	248	197,6%	1.000	975.000	393.145	1.472.637	-18,8%	1.930,1	763	**-23,7%**	-49,4%	-9,4%	2.154,4	684	**-31,6%**	-61,6%	-28,3%	1.703,8	864	**-13,6%**	-30,7%
BONCER24 26 de julio (T2X4)	1.125	246,6%	1.000	975.000	86.667	1.955.683	-22,7%	2.210,0	885	**-11,5%**	-18,9%	-11,3%	2.536,4	771	**-22,9%**	-36,0%	-34,3%	1.880,0	1.040	**4,0%**	7,0%
BONCER24 14 de octubre (T4X4)	373	231,5%	1.000	975.000	261.394	2.466.833	-26,5%	2.466,7	1.000	**0,0%**	0,0%	-13,2%	2.913,0	847	**-15,3%**	-18,6%	-39,9%	2.015,7	1.224	**22,4%**	28,5%
BONCER24 13 de diciembre (T5X4)	286	226,5%	1.000	975.000	340.909	2.954.854	-29,2%	2.595,6	1.138	**13,8%**	14,3%	-14,6%	3.131,6	944	**-5,6%**	-5,8%	-43,9%	2.058,0	1.436	**43,6%**	45,1%

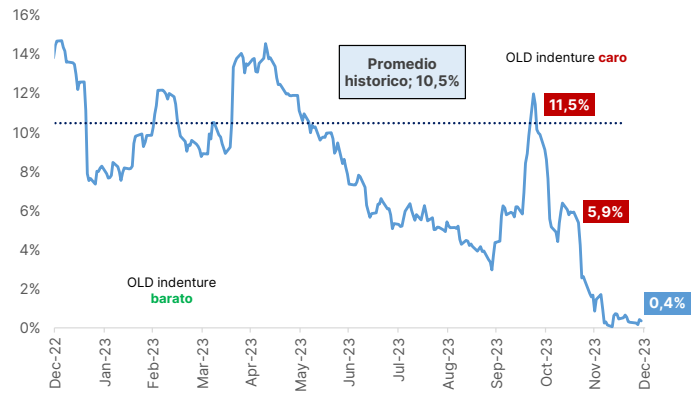
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Deuda en dólares | Repaso de un 2023 muy volátil

El *trade* electoral se hizo desear, pero finalmente llegó. A principios/mediados del año pasado el mercado preveía un triunfo de Juntos por Cambio (JxC), escenario en donde gobernaría con mayoría en ambas cámaras y con el apoyo de buena parte de los gobernadores. Sin embargo, como todos sabemos, esto no sucedió: la victoria se la llevó a La Libertad Avanza (LLA) y Javier Milei se alzó con la presidencia. A diferencia de lo reflejado durante la campaña, el presidente demostró gran moderación y pragmatismo para el armado político y económico de su Gobierno. Así, Milei abordó las principales críticas que le hacía el mercado durante la campaña: 1) la improvisación y falta de equipos técnicos y 2) el escaso "músculo" institucional y gobernabilidad. Sin dudas, fortalecer ambos puntos desde el ballotage fue clave para el desempeño de los activos.

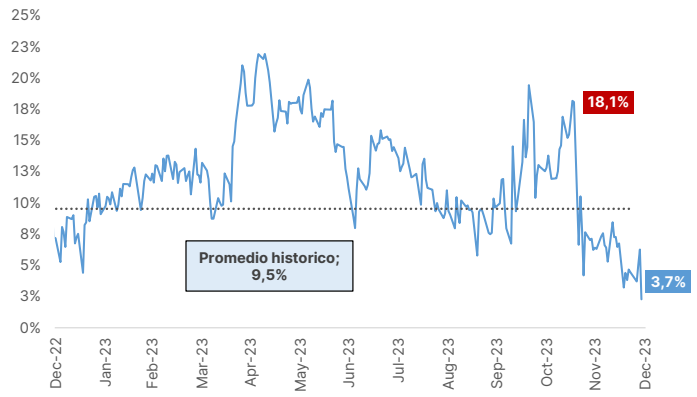
Más allá de que el trayecto estuvo marcado por una notable volatilidad, hubo luz al final del camino y tanto los Globales como los Bonares cerraron un gran año. En este sentido, el precio promedio ponderado de los Bonos regidos bajo Ley NY creció 33,53% en 2023, cerrando en US$36,98 el 29 de diciembre. En paralelo, el precio promedio ponderado de los Bonares trepó 39,93% en el año, terminando en la zona de US$36,16. ¿Por qué sucedió esto? El mercado le dio un voto de confianza a Milei, quien aseguró que se cumplirán los compromisos asumidos, haciendo alusión a la deuda del Tesoro. Además, los inversores creyeron en el ancla fiscal, detallada en el programa económico de emergencia (para más información: Revisando el Plan Fiscal de Caputo), anunciado por el ministro de Economía, Luis Caputo. Esto aumentó la probabilidad de pago en 2024 y 2025, derivando en una mayor compresión por *indenture* (29s/30s/35s/46s sobre 38s/41s) y una suba más pronunciada en el tramo corto de la curva, en donde el AL30 (+62%), AL29 (+52%), GD29 (+51%) y el GD30 (+50%) fueron los títulos que más subieron a lo largo del año. A su vez, el optimismo y la insistencia del presidente en honrar los contratos aumentó la probabilidad de tratamiento idéntico para Bonares y Globales. Así, el spread de legislación (diferencia en nominales ponderados) comprimió a 3,7%, muy por debajo del promedio histórico (9,5%) y del pico registrado previo al ballotage (18,1%).

Spread Old/New Indenture
(promedio ponderado)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Spread legislación
(promedio ponderado)

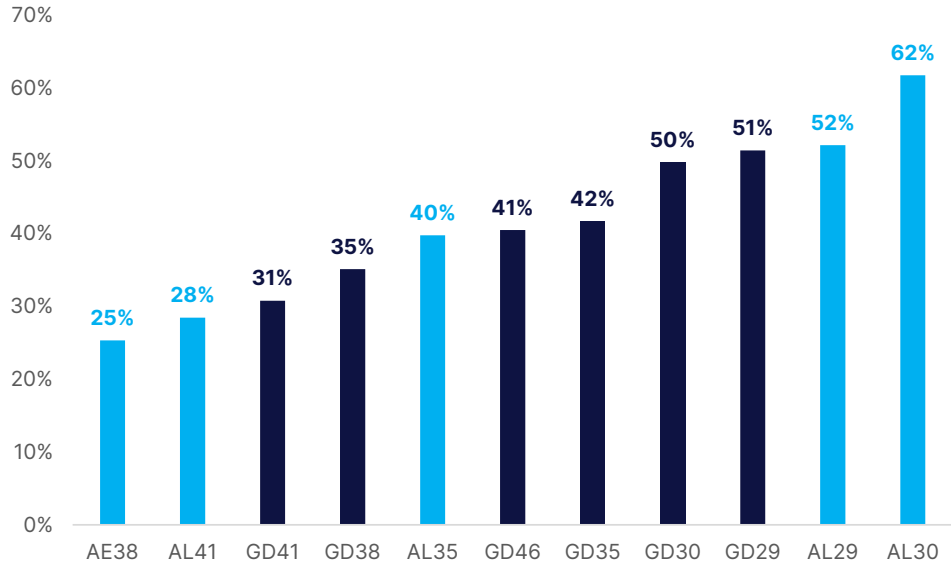


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Evolución del precio promedio ponderado Globales

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

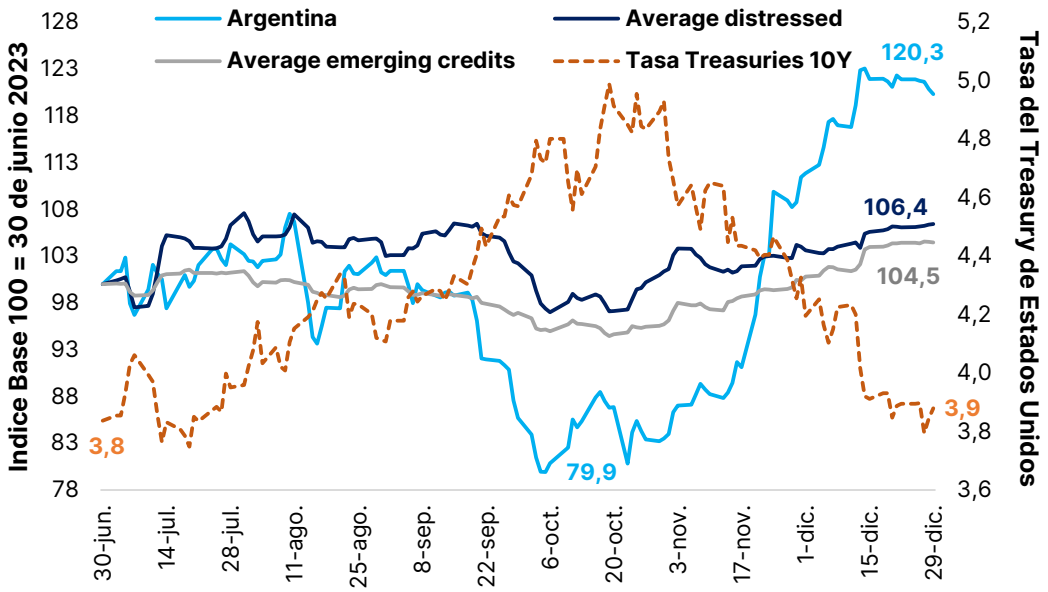
Retorno total Globales y Bonares en 2023
(Ley NY oscuro; Ley Arg. Celeste)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Deuda en dólares | El contexto internacional acompañó a los *drivers* locales

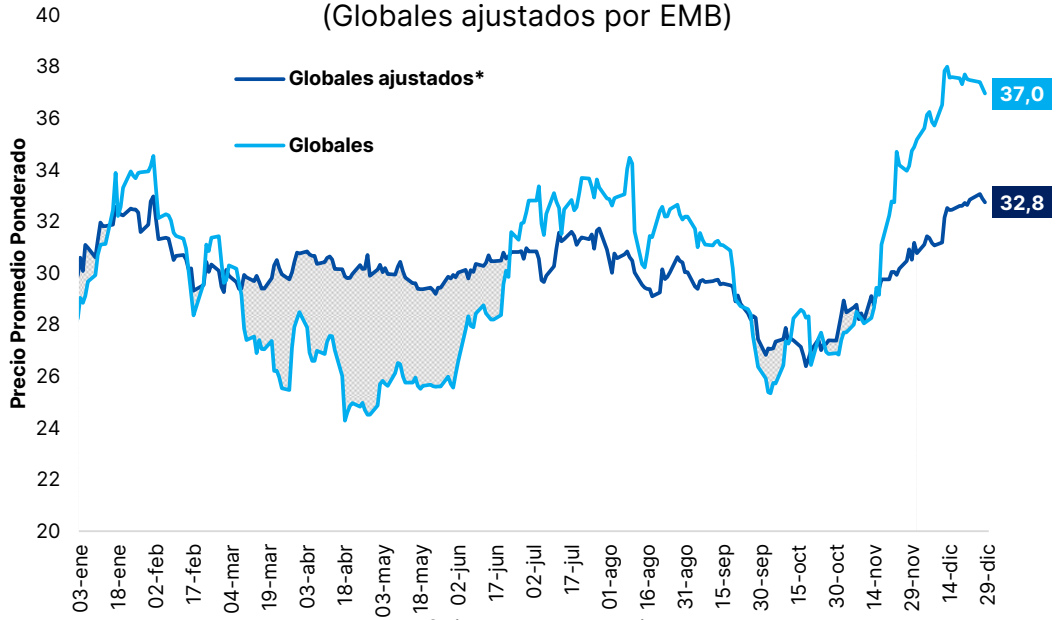
Evolución Deuda Emergente/Distressed/Arg. (GD30) vs. Treasuries 10Y



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Evolución del precio promedio ponderado

(Globales ajustados por EMB)



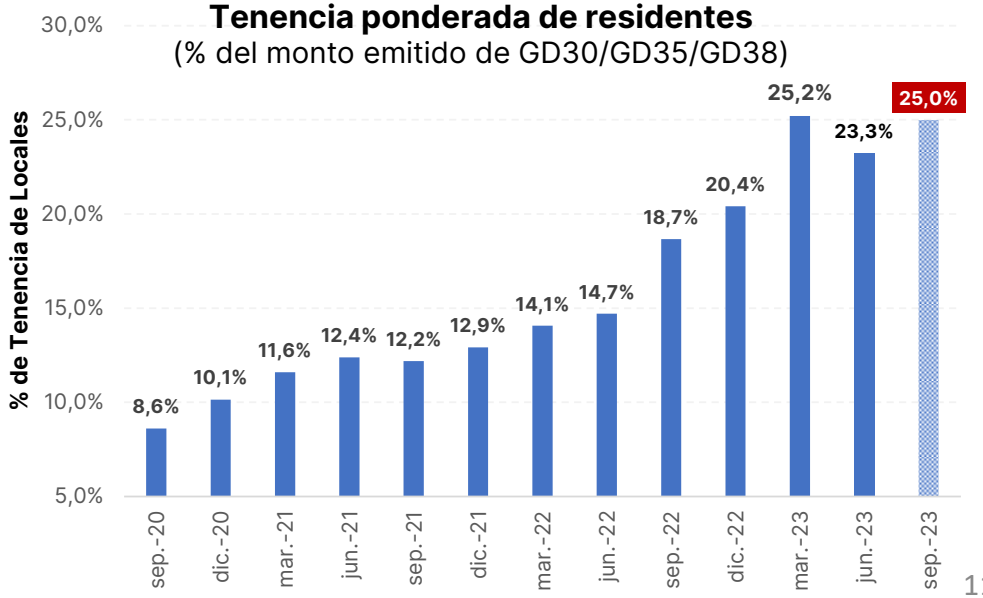
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El contexto internacional favoreció a emergentes, en general, y desde nuestro punto de vista, debería sostenerse de aquí en adelante. La noticia que marcó el 2023 fue el fin del ciclo de suba de tasas de la Reserva Federal. En su última reunión, la Fed mantuvo el rango de tasas en el corredor del 5,25% - 5,5% y su presidente, Jerome Powell, indicó que es probable que haya concluido el endurecimiento de la política monetaria. En esta línea, las últimas proyecciones publicadas reflejan que la autoridad monetaria ejercería tres bajas de tasas para fines de 2024 (cuando en las proyecciones de septiembre se esperaba una sola reducción). El optimismo generó un fuerte recorte de las tasas largas de los bonos del Tesoro estadounidense. Así, la referencia a 10 años recortó 111 pbs desde el pico (4,99%) para cerrar el año en 3,88%. Esta dinámica favoreció al universo de créditos emergentes y *distressed*, que registraron una variación positiva de 10,6% y 9,6%, partiendo desde el pico de la tasa a 10 años. Asimismo, en la misma ventana temporal los Globales recuperaron 38,6%, una performance considerablemente superior a lo obervado en el resto de los países "comparables". Cabe destacar que, a lo largo del 2023, los factores locales tuvieron mayor peso sobre el movimiento de los bonos criollos, con más de un 65% explicado por factores idiosincráticos.

De acuerdo con datos oficiales, los inversores locales incrementaron su participación en la deuda soberana. De esta manera, la tenencia ponderada de GD30/GD35/GD38 aumentó de 20,4% a 25% en el año (al 3T), reflejando como contracara un desarme de la posición de inversores off-shore. La participación de jugadores offshore tocó su menor nivel desde la reestructuración de septiembre 2020. Ergo, los fondos de exterior poseen posiciones bastante más reducidas y menos voluminosas, lo cual sugiere un upside potencial significativo si vuelve el interés por los activos argentinos en un contexto alentador para el crédito emergente.

Tenencia ponderada de residentes

(% del monto emitido de GD30/GD35/GD38)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Deuda en dólares | ¿Qué esperamos para el 2024? ¿Hay espacio para un *upside* mayor?

Mirando los compromisos del Tesoro en 2024, sumamos US$4.362 millones entre los pagos de cupón y la primera cuota de amortización (de los 2030) en enero y julio. En tanto, de acuerdo con el programa actual, los pagos al FMI ascienden a US$4.287 millones. Sin embargo, aquí es importante resaltar que podría haber novedades en los próximos meses, en especial, si se renegocian los términos del programa vigente. A pesar de que el BCRA haya comprado alrededor de US$2.897 millones desde que asumió Milei en el MULC, las reservas netas se ubican en torno a -US$9.284 millones (+US$1.978m en el mismo plazo). En otras palabras, todavía en terreno negativo. No obstante, el mercado siempre se adelanta y, por lo tanto, se enfoca en la perspectiva de los próximos meses, donde deberíamos observar mayor prudencia fiscal, una potencial normalización del mercado cambiario y una cosecha gruesa muy satisfactoria. Este contexto, que promete una mayor acumulación de reservas y menores necesidades de financiamiento, permite ser optimista respecto a los pagos en 2024 en adelante. Siempre es importante recordar que ni siquiera es necesario juntar efectivamente los fondos, sino conseguir acceso al mercado para poder refinanciar la deuda (tal como sucede en casi todos los países del mundo). **¿Qué podría pasar si la normalización persiste? ¿Hay espacio para un upside mayor?** A mediano plazo, si la ejecución del plan fiscal es exitosa y los cambios estructurales se consideran permanentes, el rendimiento de la argentina podría converger a niveles similares a países con una calificación un escalón por encima de la nuestra (B-), tales como Egipto y Turquía. A su vez, la eventual unificación del mercado de cambios (fin del cepo) facilitaría la acumulación de reservas y, por lo tanto, la probabilidad de pago de corto plazo. En este escenario, podría normalizarse la curva soberana, lo cual implica no solamente un desplazamiento vertical de todos los rendimientos, sino un cambio en la pendiente. En otras palabras, que los bonos cortos rindan menos que los largos, lo cual implica una mayor compresión de tasa en el tramo corto.

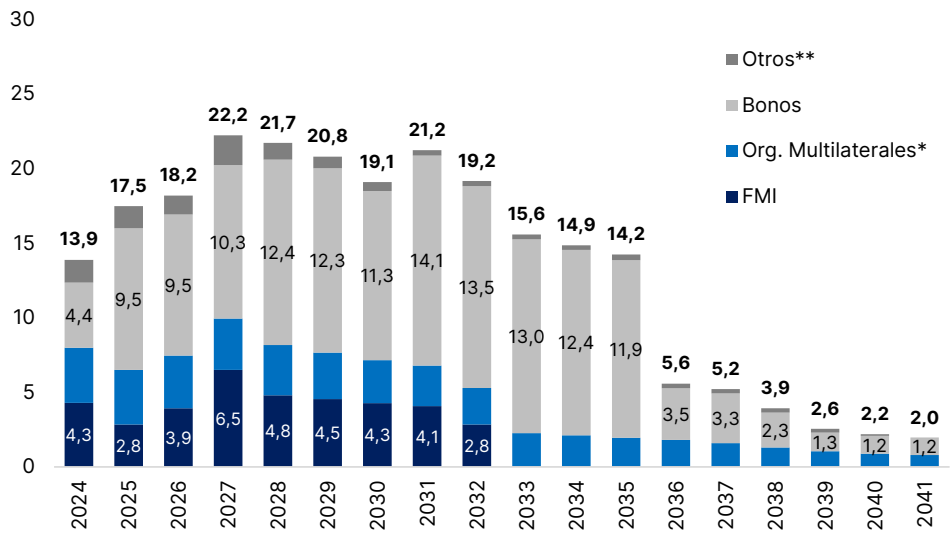
¿Qué parte de la curva nos gusta más en un escenario constructivo? Para capturar los mayores beneficios de una normalización de la curva, **creemos que el GD29 es una vía atractiva** a los precios actuales, pero dado que este fenómeno también implicará una reducción general del riesgo a lo largo de la curva, es importante tener en cuenta la *duration* de los títulos. Con el fin de medir el upside potencial en caso de que se concrete el escenario mencionado anteriormente, realizamos el siguiente ejercicio: 1) Estimamos por curva cuanto deberían rendir los Globales para diferentes calificaciones B- y B- B B+; 2) Calculamos el retorno total a diciembre 2024 (12 meses vista) teniendo en cuenta los precios estimados, amortizaciones y pagos de cupón. Bajo estos supuestos, **el GD35 obtendría el mayor upside de cara al 2024**, donde el efecto *duration* prima por sobre el cobro de cupones y amortizaciones (por ejemplo, el GD30 tiene mayores pagos intermedios, pero un menor retorno total). Ante la compresión de legislación, los Bonares ahora lucen menos atractivos.

Upside Potencial 12 meses: aproximación por curva a calificación 'B-' o 'single B ponderada'

Actual				B-				B- B B+			
Ticker	Precio	MD	YTM	YTM Est.	Precio Est.	Pagos Intermedios	Retorno Total	YTM Est.	Precio Est.	Pagos Intermedios	Retorno Total
GD29	40	2,17	36%	9,4%	85	1,00	114%	8,4%	86	1,00	116%
GD30	40	2,30	33%	9,5%	78	4,75	106%	8,4%	80	4,75	99%
GD35	34	5,40	21%	10,3%	72	3,63	122%	9,0%	78	3,63	128%
GD38	40	4,59	21%	10,1%	77	4,25	106%	8,9%	82	4,25	108%
GD41	34	5,48	19%	10,3%	67	3,50	105%	9,0%	72	3,50	111%
GD46	35	4,15	22%	10,0%	72	3,63	117%	8,8%	77	3,63	122%

Perfil de vencimientos en moneda extranjera

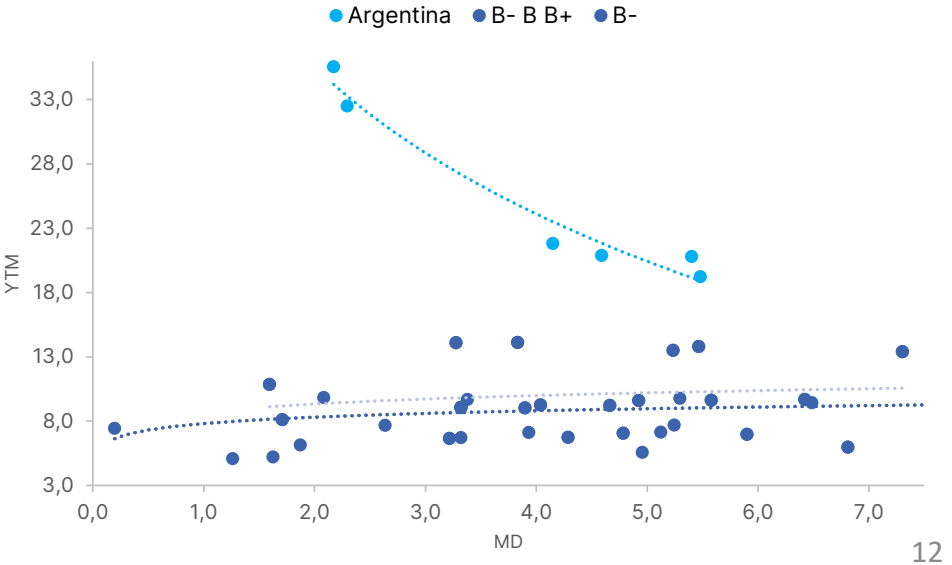
(en US$ miles de millones)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Globales vs Países con calificaciones superiores

(curva de rendimientos)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Deuda Provincial | ¿Cómo afecta el plan fiscal a las provincias?

¿Qué provincias podrían verse más afectadas por la reforma fiscal?

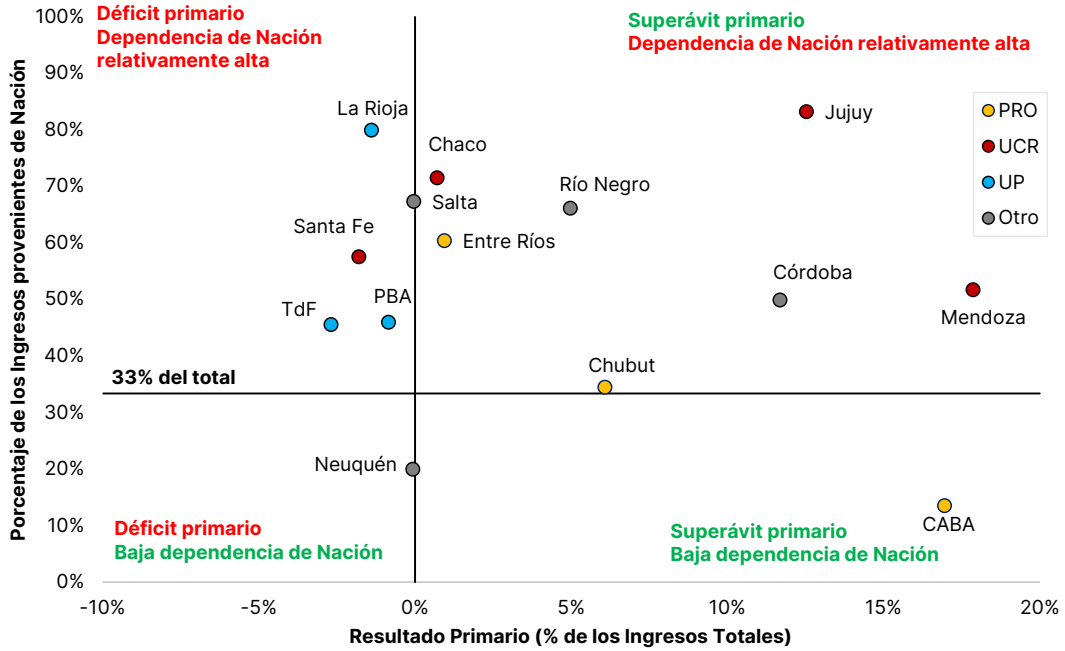
Como porcentaje de los Ingresos Totales

Provincia	Impuestos Nacionales	Transferencias	Total Proveniente de Nación	Resultado Primario	Partido Politico
Jujuy	75,9%	7,2%	**83,2%**	**12,5%**	UCR
La Rioja	70,3%	9,6%	**79,9%**	**-1,4%**	UP
Chaco	67,0%	4,5%	**71,5%**	**0,7%**	UCR
Salta	64,2%	3,1%	**67,3%**	**0,0%**	Other
Río Negro	63,4%	2,7%	**66,1%**	**5,0%**	Other
Entre Ríos	56,6%	3,8%	**60,4%**	**0,9%**	PRO
Santa Fe	53,2%	4,3%	**57,5%**	**-1,8%**	UCR
Mendoza	49,6%	2,1%	**51,7%**	**17,9%**	UCR
Córdoba	46,7%	3,2%	**49,8%**	**11,7%**	Other
PBA	38,0%	7,9%	**45,9%**	**-0,8%**	UP
TdF	43,7%	1,8%	**45,5%**	**-2,7%**	UP
Chubut	33,1%	1,4%	**34,5%**	**6,1%**	PRO
Neuquén	18,6%	1,3%	**20,0%**	**-0,1%**	Other
CABA	10,3%	3,2%	**13,5%**	**17,0%**	PRO

Datos oficiales al 2T-23, sino estimación E&R.

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI) en base a E&R**

Dependencia de las provincias de recursos nacionales y resultado primario



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El ministro de economía, Luis Caputo, ratificó que se reducirán al mínimo las transferencias discrecionales por fuera de la coparticipación y algunas provincias sufrirán esta decisión, a pesar de la probable reversión de la baja del Impuesto a las Ganancias de la 4ª categoría. Al observar los distritos con deuda en moneda extranjera, CABA y Neuquén son las provincias más autónomas, ya que la participación de los ingresos nacionales (suma de impuestos nacionales y transferencias discrecionales) representa el 13,5% del ingreso total en la primera y el 20% en la última. Todas las demás provincias muestran ratios superiores al 30%, siendo Chubut la tercera con la ratio más bajo (34,5%). En la cima del podio está Jujuy, ya que las fuentes nacionales representan el 83,2% del ingreso total, seguida por La Rioja y Chaco con ratios del 79,9% y 71,5%, respectivamente. A pesar de ser la provincia más dependiente del gobierno nacional, Jujuy tiene algunas ventajas relativas en comparación con otros distritos en esta muestra. Mantuvo un abultado balance primario del 12,5% del ingreso total hasta el segundo trimestre, lo que da margen para reducir los ingresos y seguir manteniendo el superávit. Además, considerando una rápida eliminación de los controles de cambios, la provincia tiene una perspectiva económica prometedora debido a que la producción de litio podría expandirse, permitiendo mayor recaudación de impuestos provinciales (el Impuesto a los Ingresos Brutos representa solo el 11,1% del ingreso total) y, como resultado, disminuir su dependencia de los recursos nacionales.

Es probable que aquellas provincias gobernadas por partidos políticos más alineados con LLA tengan mayores posibilidades de negociar una menor racionalización en las contribuciones por parte de la Nación. De esta manera, consideramos que PBA, La Rioja y Tierra del Fuego, gobernadas por peronistas, tendrán menos suerte. Dado que estos gobernadores registraron déficits fiscales en el segundo trimestre, esperamos que los desequilibrios aumenten en 2024.

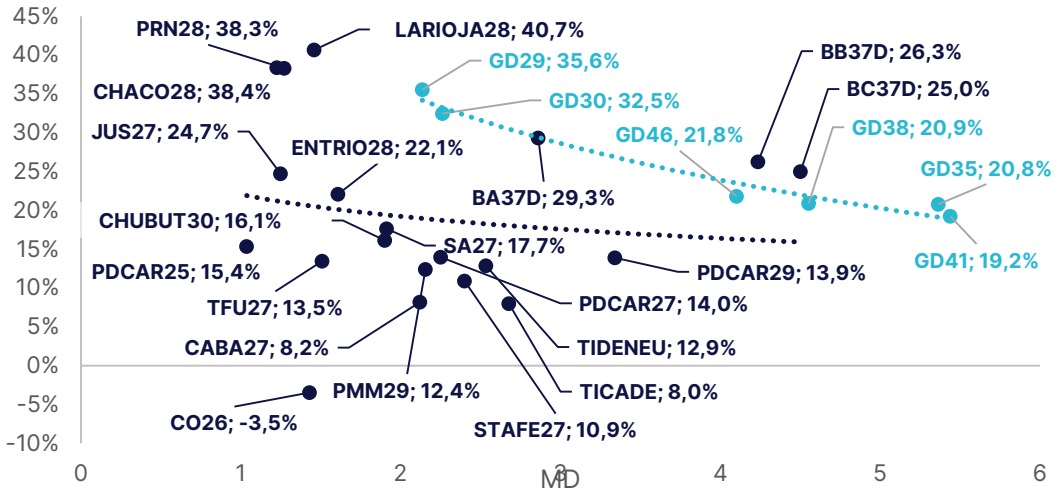
Nuestro Ranking de Calificación Crediticia

Provincia	Ranking Final	Ratios de Ingresos	Ratios de Gastos	Ratios de Resultados	Ratios de Deuda (Moneda + acreedor)	Liquidez y perspectiva	Ranking Final en 1T-23
CABA	1	2	4	2	1	1	1
Mendoza	2	5	8	6	6	2	2
Jujuy	3	13	2	3	2	8	3
Córdoba	4	6	5	1	14	4	4
Neuquén	5	1	12	11	11	3	6
Entre Ríos	6	10	9	5	5	5	5
Chubut	7	3	10	7	10	7	7
Chaco	8	12	1	4	3	13	9
TdF	9	7	8	13	4	10	8
Santa Fe	10	8	11	8	9	6	10
PBA	11	4	8	14	12	9	11
Río Negro	12	9	13	12	7	12	12
Salta	13	11	14	10	8	11	13
La Rioja	14	14	3	9	13	14	14

Nota: Realizado con datos oficiales al 2T-23, sino con estimación de E&R

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Curva de rendimientos provinciales + referencia soberana



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

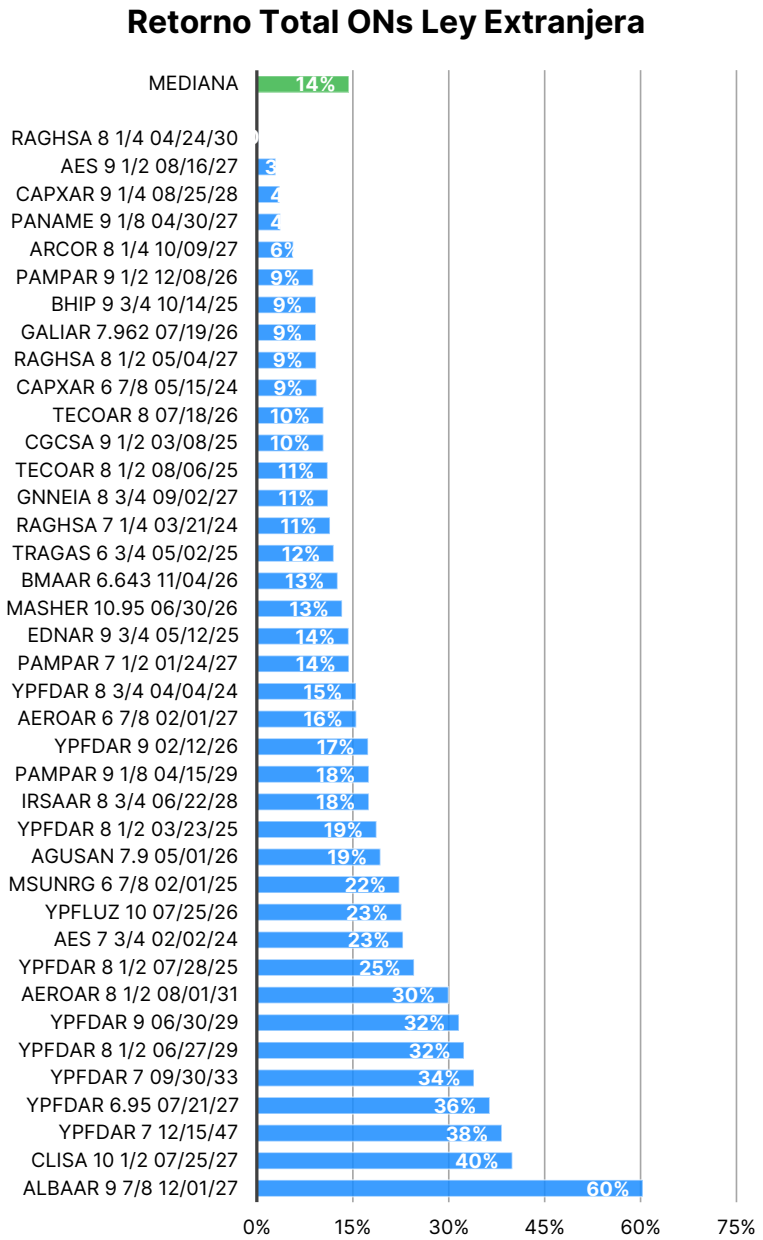
Principales conclusiones

Según nuestra clasificación, CABA sigue siendo indiscutiblemente la número 1, destacándose entre los primeros cinco en los cinco indicadores discretos utilizados (ver cuadro a la izquierda). Al analizar los cambios, la proporción de deuda se recuperó (de 2º a 1º). Después de CABA, Mendoza ocupa el 2º lugar. Destacamos que las proporciones de gastos mejoraron en el segundo trimestre (de 10º a 8º), mientras que el resto de los indicadores restantes permanecieron sin cambios en nuestra clasificación. Completando el podio, Jujuy brilla en el 3º lugar, provincia que es un potencial exportador de litio de clase mundial y podría beneficiarse de una rápida eliminación de los controles de cambios. Más allá de mantenerse en el 3º puesto, observa una rebaja en relación a la liquidez (de 7º a 8º) debido a la mayor dependencia de recursos no nacionales. Córdoba se mantiene en el 4º lugar y observa una mejora en la proporción de deuda (de 14º a 13º). La proporción del resultado fiscal sobresale en comparación con sus pares (1º lugar). Mientras tanto, Neuquén completa el top 5 y sigue encabezando la clasificación de proporción de ingresos, a su vez que mejoró su proporción de deuda del 12º al 11º puesto, lo que compensó un rendimiento débil en gastos (se mantiene en el 12º lugar) y en lo fiscal (ocupa el 11º puesto). Dicha provincia junto con Chubut (ubica el 7º lugar) y tienen una perspectiva prometedora, ya que probablemente se beneficiarán de la eliminación de los controles de cambios y los beneficia la devaluación, un cambio de paradigma que favorece a los productores de hidrocarburos. De esta manera, Chubut sigue ocupando el 7º lugar, pero nuestra perspectiva de liquidez e información mejoró del 8º al 7º lugar. Mientras tanto, Entre Ríos posa en el 6º puesto. El movimiento más significativo dentro de los criterios fue una caída en su clasificación de proporción de gastos (de 6º a 9º). Otro movimiento interesante, fue que Chaco mejoró un lugar en la clasificación, dado que Tierra del Fuego retrocedió hasta el 9º puesto, seguido de cerca por Santa Fe (10º) y PBA (11º). **Nuestras sugerencias son Mendoza 2029 (PMM29), Neuquén 2030 s/regalías (NDT25) y PDCAR27.**

Metodología

Nuestra clasificación considera cinco criterios: i) clasificación de proporciones de ingresos, que tiene en cuenta si los ingresos provienen de impuestos provinciales o nacionales ("coparticipación"), regalías o seguridad social; ii) clasificación de proporciones de gastos, que considera la calidad del gasto provincial (bienes, servicios, salarios, seguridad social, transferencias e inversión en bienes de capital); iii) proporciones del resultado fiscal, que pondera el resultado primario, la carga de intereses y el resultado económico; iv) clasificación de proporciones de deuda, que considera tanto el perfil del acreedor como la moneda en la que se emitió la deuda; y v) clasificación de perspectivas de liquidez e información, que resume nuestra perspectiva política y económica para la provincia y qué tan líquidos son los bonos en el mercado secundario. La clasificación final se explica mediante la siguiente descomposición: 25% proporciones de ingresos, 20% proporciones de gastos, 10% proporciones fiscales, 20% proporciones de deuda y 25% perspectivas de liquidez e información.

Obligaciones Negociables | Ranking de Retornos 2023



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En el año 2023, la mediana de los retornos de las obligaciones negociables en dólares con ley extranjera alcanzó 15%. Si bien este retorno fue inferior al alcanzado por la renta variable (Merval US$ +62%) y por los bonos soberanos (42% en promedio), es innegable que se han mantenido como una alternativa de inversión atractiva. Estos instrumentos han demostrado ser inversiones de baja volatilidad, siendo sumamente interesantes para dolarizar portfolios y, al mismo tiempo, obtener una renta atractiva en dólares. En este sentido, dada su relación riesgo retorno, han sido la elección predilecta de inversores con perfiles de riesgo conservadores, y hasta moderados.

Lógicamente, donde hubo mayor valor en el año fue en las obligaciones negociables de empresas con altos niveles de endeudamiento, que lograron mantener sus títulos *performing*. De esta forma, Albanesi 2027 y Clisa 2027 lideraron las ganancias, sumando 60% y 40%, respectivamente.

Por otro lado, el impulso de la victoria de Javier Milei en los comicios ayudó a que la curva de YPF comprima fuertemente. Por un lado, su llegada al poder implicaba que las perspectivas del sector O&G mejore sustancialmente, tanto en su segmento *upstream* como el *downstream* (el cual ha sido la mayor piedra en el zapato de YPF, con gobiernos que han utilizado a la compañía con fines políticos para contener las presiones inflacionarias). Por otro lado, su intención expresa de poner en valor a la compañía para posteriormente privatizarla hizo que comprima la prima de riesgo de los bonos de YPF.

Por último, el bono AEROAR 2031 de Aeropuertos Argentinas 2000 fue otro de los grandes ganadores del año en vistas de un sinceramiento del tipo de cambio y una potencial liberación de los cielos nacionales que podría impactar positivamente en el tráfico de pasajeros.

Z-Spreads ¿Tienen Upside?

NAME	PROM. Z-SPREAD ACTUAL	Período Enero 2017 - Mayo 2018 MIN	Q1	AVG	Q3	MAX	Diferencia a Promedio
AEROPUERTOS ARGENT 2000	**509**	249	301	351	403	458	**157**
AES ARGENTINA GENERACION	**10.800**	327	363	437	491	576	**10.363**
AGUA Y SANEAMIENTOS ARG	**3.933**	405	423	463	466	617	**3.470**
ARCOR SAIC	**178**	193	225	246	263	315	**-68**
BANCO HIPOTECARIO SA	**597**	202	245	318	374	557	**279**
BANCO MACRO SA	**863**	302	348	403	454	612	**460**
BCO DE GALICIA Y BUENOS	**649**	222	267	321	388	511	**328**
CAPEX SA	**381**	326	372	417	470	521	**-36**
CIA LATINO AMERICANA	**N.A.**	522	548	618	667	798	**N.A.**
COMPANIA GENERAL COMBUST	**407**	415	518	555	593	730	**-148**
EMP DISTRIBUIDORA NORTE	**N.A.**	134	235	362	456	695	**N.A.**
GENER MEDIT/CENT TERMICA	**1.515**	383	446	516	567	693	**999**
GENNEIA SA	**575**	317	363	455	531	631	**120**
INVERSIONES Y REPRESENTA	**508**	231	269	346	415	535	**162**
MASTELLONE HERMANOS SA	**651**	-314	123	281	464	597	**370**
MSU ENERGY SA / UGEN SA	**3.099**	400	426	452	445	589	**2.647**
PAMPA ENERGIA SA	**404**	306	386	430	482	545	**-26**
PAN AMERICAN ENERGY LLC	**121**	157	223	263	297	433	**-142**
RAGHSA SA	**551**	328	377	417	459	493	**134**
STONEWAY CAPITAL CORP	**N.A.**	475	584	626	682	792	**N.A.**
TECPETROL S.A.	**N.A.**	242	263	281	280	380	**N.A.**
TELECOM ARGENTINA SA	**594**	185	223	274	313	409	**320**
TRANSPORT DE GAS DEL SUR	**551**	381	424	435	449	470	**116**
YPF SOCIEDAD ANONIMA	**659**	336	376	425	464	587	**235**
Mediana	**585**	**311**	**363**	**417**	**457**	**566**	**198**

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Esperamos que durante este mandato presidencial se avance hacia una desregularización de la economía, la liberalización de los mercados de capitales y un ordenamiento fiscal que favorecería a la compresión del spread de crédito de las obligaciones negociables argentinas. En primera instancia, el Decreto de Necesidad y Urgencia anunciado en cadena nacional por Javier Milei apunta en dicha dirección. También lo hace la Ley Ómnibus de cuya elaboración participó activamente Federico Sturzenegger con el afán de mejorar las condiciones operativas del sector privado.

¿Cuánto de esto ya está en precios? Si analizamos el período de auge del mercado comprendido entre enero de 2017 y mayo de 2018, las obligaciones negociables rendían entre 350 y 450 puntos básicos por encima de la tasa libre de riesgo norteamericana. Si bien los spreads han comprimido desde las elecciones, la mediana de las obligaciones negociables todavía se encuentra lejos de ese valor. Actualmente la mediana se ubica en 585 pbs, lo que da lugar a una potencial compresión de 168 pbs hacia la mitad del rango objetivo.

Además, el giro *dovish* de la Fed en diciembre también podría potenciar los retornos de este *asset class.* Por un lado, la esperada caída en las tasas libres de riesgo llevaría a que caigan las tasas nominales y, por ende, incrementen los precios de los bonos. Por otro lado, la baja aminora la probabilidad de que la economía norteamericana entre en un período recesivo, arrastrando a las economías del mundo y golpeando los spreads de crédito de los mercados emergentes.

Obligaciones Negociables | Universo de ONs Globales

Universo de ONs Globales

ISIN	TICKER	MATURITY	COUPON	PRICE		YTM	MD	Parity	CY	NEXT PAYMENT	AMORT.	RESIDUAL (%)
				CLEAN	DIRTY							
BANKS												
USP1330HBH68	**BHIP**	10/14/2025	9,750%	**99,0**	**40,5**	**10,5%**	**1,1**	**99,1%**	**9,8%**	4/14/2024	Sinkable	40,0
USP1047VAF42	**BMAAR**	11/4/2026	6,643%	**85,9**	**86,9**	**12,7%**	**2,4**	**86,0%**	**7,7%**	5/4/2024	Bullet	100,0
USP0R66CAA64	**GALIAR**	7/19/2026	7,966%	**94,3**	**97,9**	**10,6%**	**2,1**	**94,5%**	**8,4%**	1/19/2024	Bullet	100,0
POWER GENERATION COMPANIES												
USP1000CAA29	**AES**	2/2/2024	7,750%	**89,2**	**92,5**	**205,4%**	**0,0**	**89,6%**	**8,7%**	2/2/2024	Bullet	100,0
USP1000CAE41	**AES**	8/30/2027	9,500%	**85,7**	**89,0**	**15,8%**	**2,3**	**86,2%**	**11,1%**	2/29/2024	Sinkable	100,0
USP46214AC95	**ALBAAR**	12/1/2027	9,625%	**88,3**	**74,8**	**16,3%**	**1,8**	**88,3%**	**10,9%**	6/1/2024	Sinkable	84,0
USP20058AC08	**CAPXAR**	5/15/2024	6,875%	**99,5**	**100,4**	**8,4%**	**0,4**	**99,5%**	**6,9%**	5/15/2024	Bullet	100,0
USP20058AE63	**CAPXAR**	8/25/2028	9,250%	**98,4**	**101,7**	**9,9%**	**2,4**	**98,5%**	**9,4%**	2/25/2024	Sinkable	100,0
USP46756BA25	**GNNEIA**	9/2/2027	8,750%	**98,2**	**80,9**	**9,8%**	**1,6**	**98,3%**	**8,9%**	3/2/2024	Sinkable	80,0
USP8S12UAA35	**MSUNRG**	2/1/2025	6,875%	**75,2**	**78,1**	**36,6%**	**0,9**	**75,9%**	**9,1%**	2/1/2024	Bullet	100,0
USP7464EAH91	**PAMPAR**	12/8/2026	9,500%	**105,4**	**106,1**	**6,5%**	**1,7**	**105,4%**	**9,0%**	6/8/2024	Sinkable	100,0
USP7464EAA49	**PAMPAR**	1/24/2027	7,500%	**97,7**	**101,0**	**8,4%**	**2,6**	**97,8%**	**7,7%**	1/24/2024	Bullet	100,0
USP7464EAB22	**PAMPAR**	4/15/2029	9,125%	**98,5**	**100,5**	**9,5%**	**4,0**	**98,5%**	**9,3%**	4/15/2024	Bullet	100,0
USP9897PAB06	**YPFLUZ**	7/25/2026	10,000%	**96,6**	**101,0**	**11,6%**	**2,1**	**96,7%**	**10,4%**	1/25/2024	Bullet	100,0
OIL & GAS												
USP3063DAB84	**CGCSA**	3/8/2025	9,500%	**100,1**	**62,0**	**9,3%**	**0,8**	**100,1%**	**9,5%**	3/8/2024	Sinkable	60,1
XS2502495786	**PANAME**	7/21/2025	7,250%	**102,3**	**105,5**	**5,7%**	**1,4**	**102,2%**	**7,1%**	1/21/2024	Bullet	100,0
USE7S78BAB82	**PANAME**	4/30/2027	9,125%	**107,2**	**108,8**	**5,8%**	**2,1**	**107,1%**	**8,5%**	4/30/2024	Sinkable	100,0
USP989MJAY76	**YPFDAR**	4/4/2024	8,750%	**99,2**	**40,5**	**12,0%**	**0,2**	**99,2%**	**8,8%**	4/4/2024	Sinkable	40,0
USP989MJBQ34	**YPFDAR**	3/23/2025	8,500%	**96,9**	**37,2**	**13,2%**	**0,6**	**97,0%**	**8,8%**	3/23/2024	Sinkable	37,5
USP989MJBE04	**YPFDAR**	7/28/2025	8,500%	**96,2**	**99,8**	**11,2%**	**1,4**	**96,3%**	**8,8%**	1/28/2024	Bullet	100,0
USP989MJBR17	**YPFDAR**	2/12/2026	9,000%	**101,6**	**71,2**	**7,5%**	**1,0**	**101,6%**	**8,9%**	2/12/2024	Sinkable	69,2
USP989MJBL47	**YPFDAR**	7/21/2027	6,950%	**88,7**	**91,9**	**10,9%**	**2,9**	**89,1%**	**7,8%**	1/21/2024	Bullet	100,0
USP989MJBP50	**YPFDAR**	6/27/2029	8,500%	**90,6**	**90,8**	**10,8%**	**4,2**	**90,6%**	**9,4%**	6/27/2024	Bullet	100,0
USP989MJBS99	**YPFDAR**	6/30/2029	9,000%	**95,2**	**95,2**	**10,5%**	**3,2**	**95,2%**	**9,5%**	6/30/2024	Sinkable	100,0
USP989MJBT72	**YPFDAR**	9/30/2033	7,000%	**79,9**	**81,7**	**10,8%**	**5,7**	**80,2%**	**8,8%**	3/30/2024	Sinkable	100,0
USP989MJBN03	**YPFDAR**	12/15/2047	7,000%	**75,4**	**75,7**	**9,6%**	**9,8**	**75,5%**	**9,3%**	6/15/2024	Bullet	100,0
REAL ESTATE												
USP58809BH95	**IRSAAR**	6/22/2028	8,750%	**99,8**	**100,0**	**8,9%**	**2,3**	**99,8%**	**8,8%**	6/22/2024	Sinkable	100,0
USP79849AC24	**RAGHSA**	3/21/2024	7,250%	**99,2**	**101,2**	**11,3%**	**0,2**	**99,2%**	**7,3%**	3/21/2024	Bullet	100,0
USP79849AD07	**RAGHSA**	5/11/2027	8,500%	**98,7**	**100,0**	**8,9%**	**2,8**	**98,8%**	**8,6%**	5/11/2024	Bullet	100,0
UTILITIES												
XS2571927768	**AGUSAN**	5/1/2026	7,900%	**75,5**	**73,1**	**34,4%**	**0,9**	**75,9%**	**10,5%**	5/1/2024	Sinkable	95,0
USP3710FAM60	**EDNAR**	5/12/2025	9,750%	**96,8**	**98,1**	**12,4%**	**1,2**	**96,8%**	**10,1%**	5/12/2024	Bullet	100,0
USP9308RAZ66	**TRAGAS**	5/2/2025	6,750%	**96,0**	**97,2**	**10,0%**	**1,2**	**96,1%**	**7,0%**	5/2/2024	Bullet	100,0
OTHERS												
USP0092MAJ29	**AEROAR**	8/1/2031	8,500%	**99,2**	**100,7**	**8,7%**	**4,2**	**99,3%**	**8,6%**	2/1/2024	Sinkable	100,0
USP04559AW36	**ARCOR**	10/9/2027	8,250%	**103,9**	**105,8**	**6,3%**	**2,0**	**103,8%**	**7,9%**	4/9/2024	Sinkable	100,0
USP6460MAK01	**MASHER**	6/30/2026	10,950%	**100,2**	**100,3**	**10,9%**	**2,2**	**100,2%**	**10,9%**	3/30/2024	Bullet	100,0
USP9028NAZ44	**TECOAR**	8/6/2025	8,500%	**98,4**	**68,3**	**10,0%**	**1,0**	**98,5%**	**8,6%**	2/6/2024	Sinkable	67,0
USP9028NAV30	**TECOAR**	7/18/2026	8,000%	**95,1**	**98,8**	**10,2%**	**2,1**	**95,3%**	**8,4%**	1/18/2024	Bullet	100,0

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Para inversores moderados el universo se mantiene como una alternativa atractiva para obtener rendimientos de entre 8,5% y 10,5% anual. Con fines de devengamiento y compresión limitada, las obligaciones negociables que más nos gustan son YPFDAR 2033, YPF LUZ 2026 y MASHER 2026.

Del otro extremo, para inversores agresivos vemos valor en los bonos de AES y MSU Energy, aunque advertimos que estas empresas cuentan con ratios de endeudamiento más elevados y seguramente deberán refinanciar vencimientos importantes durante el 2024. Con respecto a la primera compañía, AES 2024, cuyo pago debería efectuarse en febrero 2024, otorgaría un retorno directo de 12,3% a los precios vigentes. Luego, AES 2027 también presenta un retorno atractivo, el cual probablemente comprima una vez que logre despejar su escollo de más corto plazo que es el pago mencionado. Por su parte, también esperamos que MSUNRG 2025 se acomode tras cancelar su bono MSUNRG 2024 FRN en febrero 2024. Si bien esperamos que durante el 2024 la empresa lance un canje para refinanciar el MSUNRG 2025, creemos que el precio de entrada actual es atractivo y *pricea* un canje más agresivo del que han llevado adelante otras compañías del sector.

Por último, también vemos valor en BMAAR 2026 frente a la definición del gobierno de buscar una solución amigable a la alta exposición de los bancos al sector público. Adicionalmente, de ser exitosa la búsqueda por contener la inflación, podríamos estar frente a una recuperación del mercado crediticio y una normalización del sector financiero, lo cual sería muy beneficioso para los bancos con mayor presencia en el mercado como GALIAR y BMAAR.

Perspectivas 2024

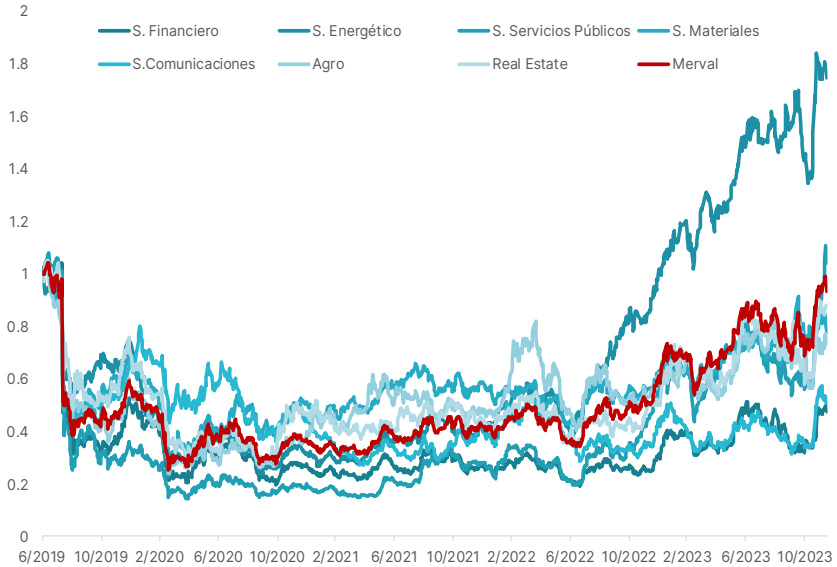
Desde julio 2022 el Merval se encuentra inmerso en un rally destacable. Las perspectivas de un cambio de régimen, que comenzaron en el momento de mayores cuestionamientos al gobierno de Alberto Fernández, fue el principal *driver*. Este trade electoral llevó al índice a acumular una ganancia de 62% en 2023 y alcanzar su máximo de cuatro años. La victoria de Javier Milei en el ballotage, el derrumbe de la brecha cambiaria desde el 180% al 20%, la determinación de avanzar rápidamente hacia el equilibrio fiscal y las audaces propuestas de desregularización de la economía a través del megaDNU y la Ley Ómnibus a tratarse en sesiones extraordinarias favorecieron una fuerte expansión de los múltiplos de valuación de las empresas argentinas.

En este sentido, hoy la pregunta si todavía tiene recorrido y dónde encontrar valor. Es evidente que, desde la debacle del 2019, los sectores más rezagados han sido el de telecomunicaciones y el bancario. Las presiones ejercidas sobre ambas industrias han hecho que no logren desarrollar su potencial, lo que queda plasmado al compararlos con el sector energético que sí ha sido utilizado como bandera de crecimiento. **Hacia adelante nos tornamos más constructivos, al menos de forma transitoria, con el sector bancario.** Nuestra tesis se basa en que:

i) esperamos que el sector muestre muy buenos resultados en el último trimestre del año alentado por la recuperación de los activos financieros argentinos, la posición larga en FX a través de los bonos duales y las altas tasas de mercado; ii) puntos de entrada razonables con valuaciones que se ubican en el rango de 1.4x-1.9x Valor Libros ii) la determinación del gobierno de reducir el déficit fiscal y su impacto en la reducción del riesgo público y iv) la fuerte compresión de los rendimientos de la curva de bonos en pesos que puede alentar a los inversores a buscar mejores rendimientos en moneda local a través de los bancos. Dentro de los riesgos, destacamos la baja en términos reales de la tasa de política monetaria que afectará la rentabilidad del 2024 y podría peligrar la estabilidad del FX, particularmente a partir de febrero. **Nuestra posición preferida: BBAR ya que su atraso en 2023 (+297% vs +400% GGAL y +375% BMA) deja sus ratios de valuación más baratos.** Por su parte, seguimos recomendando una baja exposición al sector de comunicaciones. Estimamos que las empresas del sector deberán seguir operando en un contexto desafiante de alta competencia y caída del ingreso disponible de las familias durante el próximo año, afectada por una contracción económica y la quita de subsidios, que seguirá limitando su capacidad de recomponer ingresos en términos reales.

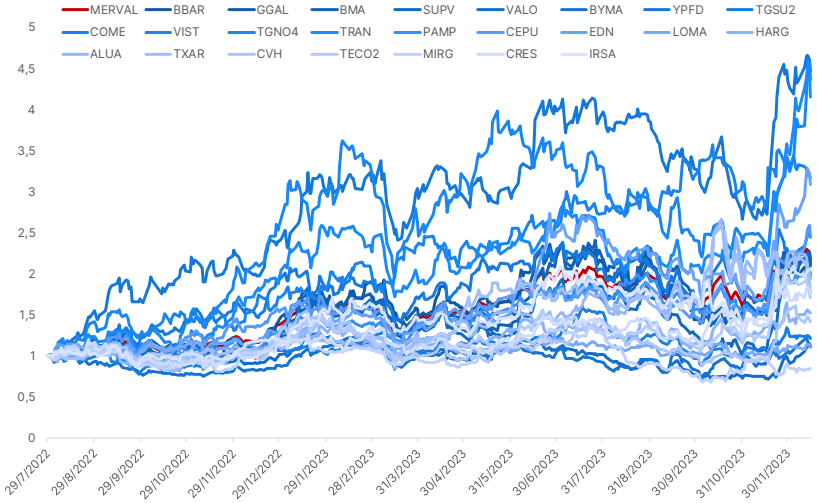
Pese al impresionante rally que ha experimentado el sector de O&G, creemos que todavía tiene recorrido. La corrección del tipo de cambio oficial mejorará los ratios de rentabilidad del sector. Además, la Ley Ómnibus es muy ambiciosa y busca eliminar el barril criollo, favorecer la exportación en firme y evitar el control de precios a través de empresas del Estado. De lograrse su aprobación, estas medidas permitirán disociar el precio de realización de los hidrocarburos de la situación económica local. Por lo tanto, esperamos ver un año de muy buenos resultados para la industria con mejores precios, mayores volúmenes producidos y expansión de múltiplos. Nuestras preferidas: **YPF y VIST (CEDEAR).**

Evolución de los Sectores del Merval



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Evolución de sus componentes



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Respecto al sector de materiales, no prevemos un gran año. Por un lado, TXAR y ALUA, si bien experimentaron una fuerte corrección desde el pico que alcanzaron en octubre alentadas por la fuerte demanda de cobertura pre-electoral, todavía mantienen valuaciones exigentes con una capitalización de mercado que se encuentra en línea con los máximos de 2018. Por su parte, las cementeras (LOMA y HARG) operan con mayor descuento respecto a sus comparables y sus propios ratios de 2016-2019 (actualmente cerca de 5x EV/EBITDA), pero probablemente sufrirán más fuerte el impacto de la retracción del nivel de actividad esperado para 2024 y el recorte en la obra pública de 0,7 puntos del PBI anunciado por el Ministro de Economía Caputo. Aun así, considerando la disparidad en las valuaciones, mantenemos nuestra preferencia por las últimas.

Por último, **tenemos sentimientos encontrados con el sector de servicios públicos.** Es indudable que las tarifas de los servicios públicos se han atrasado y la clara inclinación pro-mercado de Milei favorecería la rápide reimplementación de una necesaria Revisión Tarifaria Integral, que actualice los ingresos de las concesionarias e introduzca mecanismos automáticos de actualización de precios. Sin embargo, la urgencia del gobierno por alcanzar el equilibrio fiscal y reducir los subsidios económicos podrían limitar cuanto del aumento tarifario se dirige hacia la recomposición del Valor Agregado de Distribución (VAD) y Transporte y/o la recomposición del costo de la energía (precio del gas y la electricidad). Considerando todo, las perspectivas son positivas para el sector, pero nos preguntamos cuanto está en precio. Además, el salto en el tipo de cambio oficial y la necesidad de mantener un FX competitivo para recomponer reservas del BCRA diluirá los ingresos de estas empresas medidos en dólares de los próximos trimestres, deteriorando los ratios de valuación. Empresas como TRAN y EDN han tenido un desempeño muy superior al del índice Merval durante el 2023 (EDN 548%; TRAN 540% vs Merval 349%) y creemos que más detalles serán necesarios para seguir destrabando valor. Por lo mencionado, preferimos empresas del sector de generación que cuenta con ingresos mayormente dolarizados y oportunidades de crecimiento a partir de la necesidad de recomponer reservas del MEM (PAMP/CEPU) sobre distribuidoras o transportistas (TRAN, TGN, EDN y Gas DisCos). La excepción es TGSU2, una empresa mixta, con un negocio regulado que se espera recupere terreno frente al atraso tarifario sufrido desde 2019, pero que además cuenta con negocios no regulados de midstream que generan cerca de US$300m de EBITDA con oportunidades de expansión atractivas.

Resumiendo, para 2024 recomendamos una posición sobreponderada en O&G y bancos (estos últimos al menos de forma transitoria mientras dure la apreciación del FX), equilibrada en materiales y en empresas de servicios públicos y subponderada en consumo y comunicaciones. Nuestras 4 fantásticas para arrancar 2024 son: BBVA, PAMP, YPFD y VIST.

PPI View Internacional

ppi Portfolio Personal Inversiones

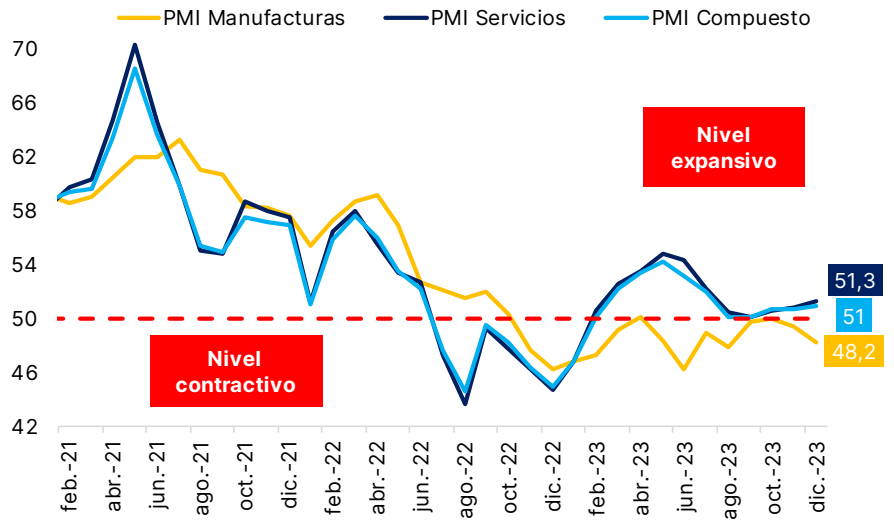
View Intenacional | ¿Qué sucederá con la economía norteamericana?

El 2023 fue un año caracterizado por un inicio con perspectivas recesivas frente a la lucha contra la inflación, luchas políticas por el techo de la deuda del Tesoro, la llegada de las tasas de *treasuries* más elevadas en 16 años, la expectativa de un pivot en la política monetaria de la Reserva Federal que no llegaba y una fortaleza envidiable de la economía más grande del mundo. También será un año recordado por haber sobrepasado un fuerte cimbronazo en el sector financiero, que tuvo como víctimas a varios bancos regionales y al famoso Credit Suisse. Este evento, que terminó siendo apenas un susto, reconfiguró los seguros contra depósitos y despertó nuevas dudas sobre la resiliencia y las regulaciones de los bancos, cuyos balances se deterioraron notablemente debido a la suba de tasas. Tampoco serán olvidadas las tensiones geopolíticas, que comenzaron con la continuación del conflicto ruso-ucraniano, pero sumaron pujas entre China, Taiwán y Estados Unidos, y culminaron con una escalada en el siempre latente foco de la Franja de Gaza.

Ahora la pregunta es, ¿qué caracterizará al 2024? En este punto, resulta pertinente repasar el estado en el que llega la economía de Estados Unidos a cierre de año. En primer lugar, la guerra contra la inflación pareciera estar encaminada hacia su fin. Las últimas lecturas de la inflación han demostrado que la política monetaria contractiva impuesta por la Fed ha sido muy efectiva en su objetivo. Tanto las lecturas del índice de precios al consumidor, como del índice de precios al productor señalan una importante desaceleración. Incluso la métrica favorita de la entidad encabezada por Jerome Powell, el índice PCE, apunta en dicha dirección. A su vez, curiosamente, las consecuencias nocivas típicas de este tipo de apretón monetario no se vieron plasmadas en la economía. Por un lado, la actividad se mantuvo firme, explicitando lecturas de expansión en términos del producto. Sin ir más lejos, en el tercer trimestre, la economía norteamericana se expandió a un ritmo del 4,9% anual. Esto se debió principalmente a un sector de servicios que nunca cedió terreno, y logró compensar las caídas del sector industrial, ayudado por su preponderancia en la economía del norte. De hecho, las lecturas del PMI de servicios desde febrero del 2023 no han bajado los 50 puntos, sosteniendo al combinado en la misma línea a pesar de que el PMI manufacturero corre en terreno contractivo desde noviembre 2022 (con excepción de abril y octubre 2023). Por otro lado, en sintonía con la fortaleza económica, el mercado laboral se mantuvo firme. La tasa de desempleo apenas registró un máximo de 3,9% durante 2023, y recuperó terreno hacia 3,7% para cerrar el año. No menos importante, lo logró al tiempo que la participación laboral se posa sobre su mayor registro desde febrero 2020.

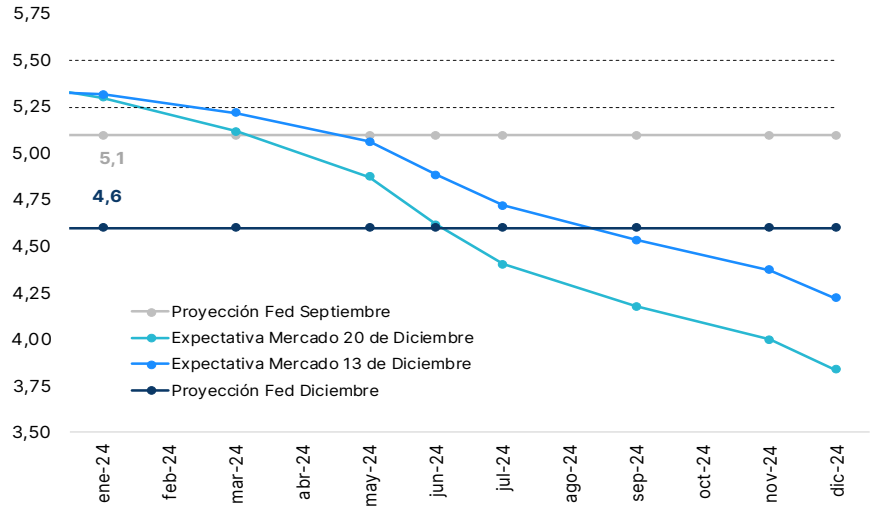
En este contexto, el comunicado de diciembre de la Reserva Federal tomó por sorpresa al mercado. Aunque el mismo espera seis recortes de tasas en lugar de los tres estipulados por Powell en su anuncio, llamó la atención la llegada de un mensaje tan *dovish* mientras la economía se muestra tan firme. ¿Cuál es el motivo detrás del mismo? ¿La Fed realmente considera que la inflación está bajo control o están viendo algún punto de fractura? Si no ven debilidad en la economía, ¿no temen un rebote inflacionario como el de fines del siglo XX, que derivó en la burbuja dotcom? ¿Acaso es este un movimiento político? ¿Es posible que el gobierno de Biden haya presionado a la Fed para asegurarse de no llegar a las elecciones de Estados Unidos de 2024 en medio de una recesión? No sería la primera vez que ocurre un evento de dichas características…

El sector de servicios rescató la economía norteamericana



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Proyecciones Fed vs Expectativa del mercado



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

View Intenacional | ¿A dónde irá el S&P 500?

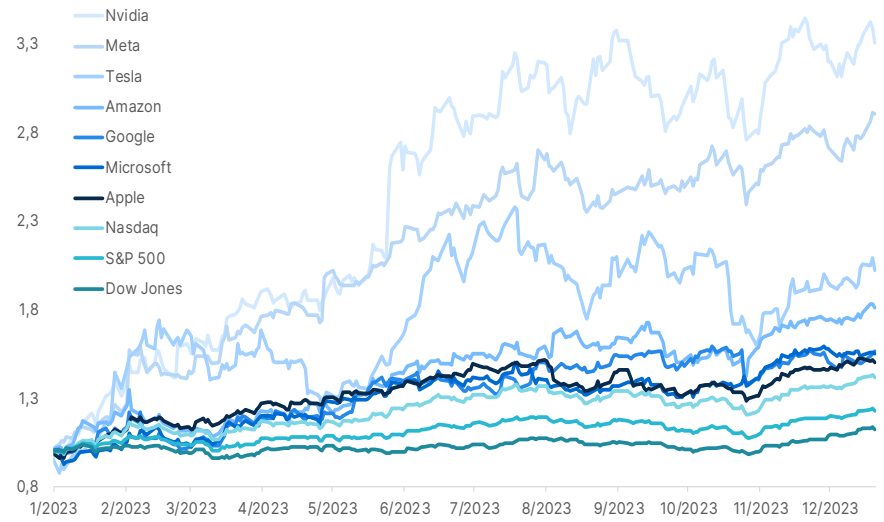
Como siempre una de las grandes incógnitas es hacia dónde irá el mercado bursátil norteamericano. Ello se debe a que el humor de Wall Street repercute en todos los mercados del mundo, especialmente cuando el *sentiment* es negativo. En este sentido, por un lado, es clave analizar cuál es el punto de partida desde una perspectiva económica, cuestión que hemos cumplido. Sin embargo, no siempre la performance del producto se alinea con la del mercado, por lo que también es fundamental repasar las visiones de los grandes equipos de Research del mundo, indagando en sus perspectivas para el año entrante. Por más que es evidente que nadie tiene la verdad absoluta y surgirán eventos a lo largo del año que modifiquen estos *views*, no quita que el repaso sea clave para absorber la mayor cantidad de información posible y comprender todas las dinámicas que están en juego.

Para comenzar, repasando lo sucedido a lo largo del año, recordamos que, a fines de 2022, los pronósticos eran sumamente dispares. El mercado se debatía entre una fuerte recesión, producto de la política monetaria restrictiva más agresiva de la historia de la economía norteamericana, y un *soft landing*. Si bien quienes se inclinaban por el último escenario se encaminan a tener razón, sus estimaciones para el S&P 500 quedaron por debajo de la realidad. Mientras que el rango de valuaciones iba de 3.400 puntos a 4.500 puntos, 2023 sorprendió con el impulso de la inteligencia artificial y la ferviente demanda por las *Magnificent Seven*. Así, el S&P superó toda previsión y cerró el año en 4.772, impulsado principalmente por unos pocos papeles.

Este año, la situación no es muy diferente. Aunque el escenario del *hard landing* parece estar completamente fuera de escena, los analistas se debaten entre una recesión suave y un año de crecimiento modesto. De hecho, el abanico de pronósticos va de 4.200 puntos a 5.500 al cierre de 2024. Curiosamente, incluso aquellos que creen que la economía retrocederá en algún momento del año, esperan que las ganancias de las empresas crezcan. Siendo que las expectativas de crecimiento en ingresos no son particularmente alentadoras, la eficientización que han llevado a cabo este año las compañías, mejorando su estructura y eliminando costos innecesarios, serían los verdaderos impulsores del creciente resultado neto.

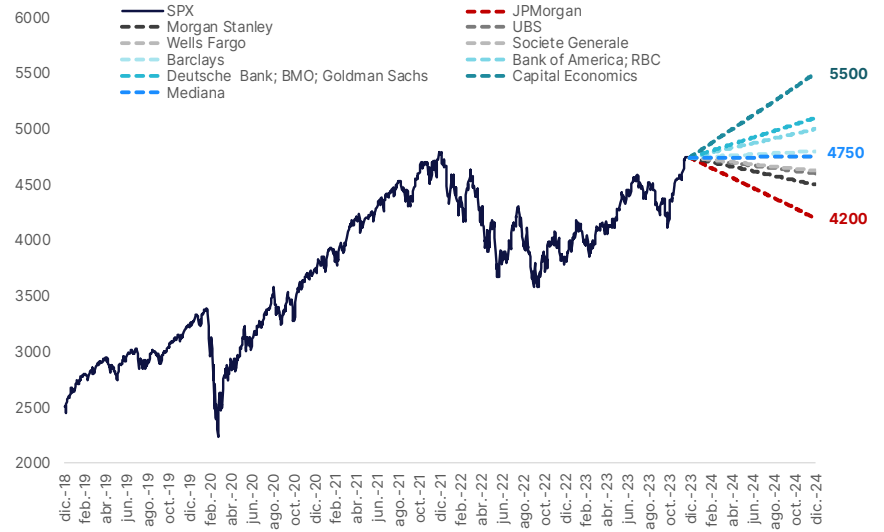
En esta línea, si bien nosotros no proveemos una guía de dónde puede finalizar el año el índice, sí nos ubicamos más cerca de la posibilidad de una continuación del alza. El driver principal de esta perspectiva es el giro de último momento de la Fed, que flexibilizará las tasas quitando presiones contractivas, al tiempo que la economía se mantiene firme en prácticamente todas sus métricas. Así, esperaríamos que el sector manufacturero, que ha sido el más perjudicado, repunte, recuperando terreno con respecto a las principales compañías de servicios. Sin ir más lejos, el Dow Jones en 2023 creció apenas un 13,5% en comparación al 43,6% del Nasdaq. No obstante, somos conscientes de los enormes riesgos que afrontará el equity. Por un lado, los índices se encuentran con valuaciones elevadas, y una inyección de liquidez en el mercado podría ser garantía de una burbuja, tal como sucedió en 1998 previo a la debacle dotcom. Por otro lado, el pivot sin debilidad económica ni en el mercado laboral podría llevar a un rebote en la inflación, y ello renovaría las expectativas de subas de tasas. Este escenario proveería un revés monumental para el equity que durante tantos meses esperó el pivot, pero también los bonos se verían notablemente afectados.

Las *Magnificent Seven* impulsaron el rally



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿Hacia dónde se dirige el S&P 500?



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Nuestro Equipo

Pedro Siaba Serrate
Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi
Corporate Credit Team Leader
lcaldi@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA
Analyst
dmendez@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera
Intern
lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi
Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner
Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin
Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martin Cordeviola
Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

ppi Portfolio Personal Inversiones

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.