

EL DESAFÍO DE LA SOSTENIBILIDAD

por

Equipo de Estrategia de
Cohen Aliados Financieros

Juan José Vazquez
Head of Research



El inicio del gobierno de Milei, a cuatro meses de su asunción, ha registrado significativos progresos en el ámbito económico. La implementación de una devaluación inicial junto con un riguroso ajuste en el gasto público han generado una mejora notable tanto en las cuentas públicas como externas, mejorando también la posición del Banco Central. Si bien el ajuste en los precios relativos propició un incremento en la tasa de inflación, ya se percibe una tendencia descendente. No obstante, esto ha repercutido en una reducción sustancial de los salarios reales, impactando negativamente en el consumo y en la actividad económica general, que se encuentra en su quinta –y probablemente más profunda– recesión de la última década. A pesar de las adversidades inherentes al ajuste, el gobierno mantiene un alto índice de aprobación, lo cual compensa su desempeño en el Congreso, donde ha enfrentado derrotas en todas las disputas legislativas. Con el riesgo de un ajuste desordenado y la amenaza de crisis ya distantes, el plan de emergencia ha alcanzado su propósito inicial. Sin embargo, ahora el gobierno debe afrontar los desafíos de asegurar la sustentabilidad de dicho ajuste, enfocándose en su calidad para garantizar su perdurabilidad. ¿Por qué lo decimos? Porque parte de los logros obtenidos hasta el momento exhiben también sus vulnerabilidades. Por una parte, la mejora en el resultado fiscal se ha basado más en medidas temporales como el ajuste en jubilaciones y salarios, así como en la postergación de pagos a proveedores, en lugar de en recortes de gastos más permanentes. Además, la estabilidad de los ingresos se ha sostenido gracias al creciente aporte del impuesto PAIS. En el aspecto externo, el incremento en las reservas se ha beneficiado de un nuevo esquema para el pago de importaciones, lo que ha generado un aumento en la deuda comercial que deberá ser regularizada en los próximos meses. Respecto a la desaceleración de la inflación, aunque el gobierno ha mantenido una firme disciplina fiscal y monetaria, este proceso también se apoyó

HOUSE VIEW LOCAL

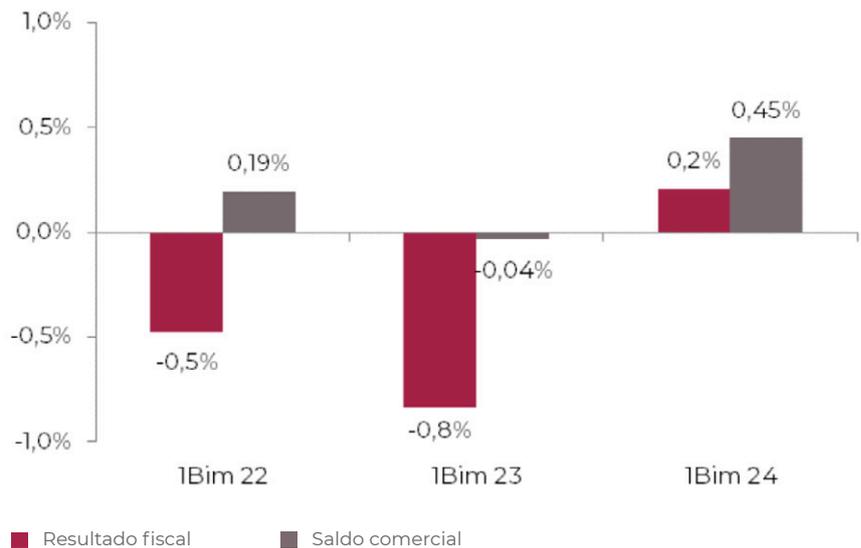
en el ancla cambiaría con un tipo de cambio oficial, que sube muy por debajo de la inflación. Esto erosiona la ganancia de competitividad inicial y lleva a un nivel de tipo de cambio real que podría considerarse peligrosamente bajo. Sin dudas, el gobierno deberá enfrentar estas fragilidades en el corto plazo para confirmar la buena recepción que tuvo en el mercado esta primera etapa de gestión, reflejado en un fuerte repunte de los bonos soberanos y de la acciones.



Por el camino correcto. El primer bimestre de 2024 se diferenció de los años previos con una notable reversión del resultado fiscal y de la balanza comercial. Concretamente, el resultado fiscal primario fue de \$3,2 billones (0,8% del PBI) y el financiero de \$856 M (0,2 % PBI contra un déficit de 0,8% de PBI en el mismo período de 2023), en tanto que el saldo comercial marcó un superávit de USD 2.235 M frente a un déficit de USD 233 M en 2023 (y USD +1.115 M en 2022). A pesar de la contundencia de los resultados, conviene destacar bajo qué condiciones se lograron para determinar la sostenibilidad de los mismos.

ACUMULADO ENERO - FEBRERO

EN % PBI



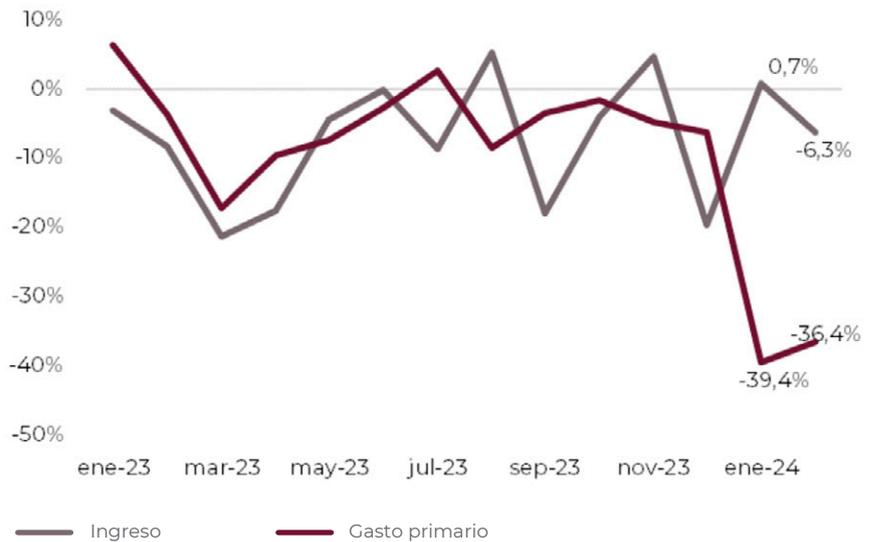
La mejora fiscal. El enfoque del gobierno en el frente fiscal ha sido notorio, implementando un shock de ajuste en el gasto primario que ha compensado ampliamente la disminución en la recaudación. Para alcanzar el superávit fiscal, se observó en el primer bimestre una reducción real de casi el 3% i.a. en los ingresos fiscales, mientras que el gasto primario se contrajo en un 38% i.a. Esta disminución del gasto se atribuye a una mezcla de licuación, retrasos en pagos a proveedores y

HOUSE VIEW LOCAL

recortes de algunas partidas. En el ámbito de los ingresos, la caída fue impulsada principalmente por las contribuciones a la seguridad social (-24% i.a.) e impuestos a las ganancias (-37% i.a.), que en conjunto representaron una influencia negativa de más de 12 puntos. No obstante, esto fue parcialmente contrarrestado por el impuesto PAIS (+88% i.a.) y las retenciones (+62% i.a.), que sumaron casi 9 puntos. Por otro lado, la reducción del gasto se debió principalmente a las jubilaciones y pensiones (-38% i.a.), gasto de capital (-82% i.a.) y subsidios (-54%), los cuales contribuyeron con una incidencia negativa de alrededor de 27 puntos porcentuales, siendo las jubilaciones y pensiones el aspecto más destacado con 14 p.p. De este modo, la parte de ingresos se ha vuelto muy dependiente de un impuesto distorsivo como el PAIS, y en el lado de los gastos, la reducción aplicada a los jubilados, que para el segundo trimestre ya se habría disminuido considerablemente, constituye el componente principal.

SECTOR PÚBLICO NACIONAL

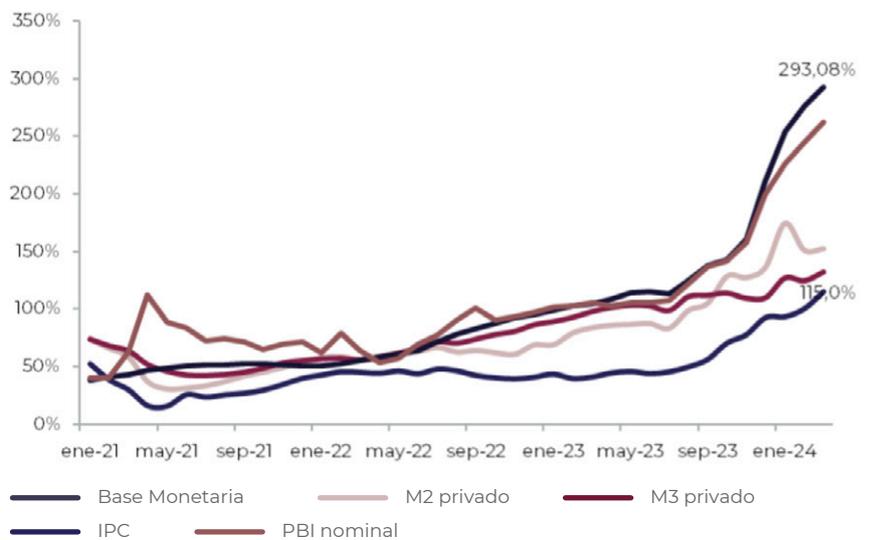
VAR I.A. REAL



El ajuste monetario. La notable mejora en la situación fiscal fue clave para que el Tesoro pasara de ejercer un efecto expansivo sobre la Base Monetaria a contribuir a su contracción. Específicamente, en el primer trimestre del año, las operaciones entre el BCRA y el Tesoro resultaron en una contracción del 1,5% del PBI, lo que equivale a aproximadamente \$6,3 billones, contrastando con el efecto expansivo del 0,1% del PBI registrado en el mismo período del año anterior. Estas operaciones compensaron la expansión neta por adquisición de divisas del sector privado, que representó el 1,6% del PBI, frente a una contracción del 0,5% del PBI en el 1Q23. Además, las otras operaciones llevadas a cabo por el BCRA, que incluyen pagos de intereses por pasivos monetarios, la colocación neta de pases pasivos y la cancelación de *Puts*, provocaron una expansión del 0,5% del PBI, manteniéndose igual que en los primeros tres meses del año pasado. Así, con una inflación que alcanzó el 293% en los últimos doce meses, la base monetaria ajustada por inflación experimentó una contracción del 45% i.a., mientras que el agregado monetario M2 privado se redujo en un 35%. Medido en términos del PBI, la base monetaria en marzo se redujo al 7,4%, bajando desde el 9,7% en marzo de 2023, y el M2 privado se quedó en el 6,2% del PBI, en comparación con el 9,0% del año anterior.

AGREGADOS MONETARIOS

VAR I.A.



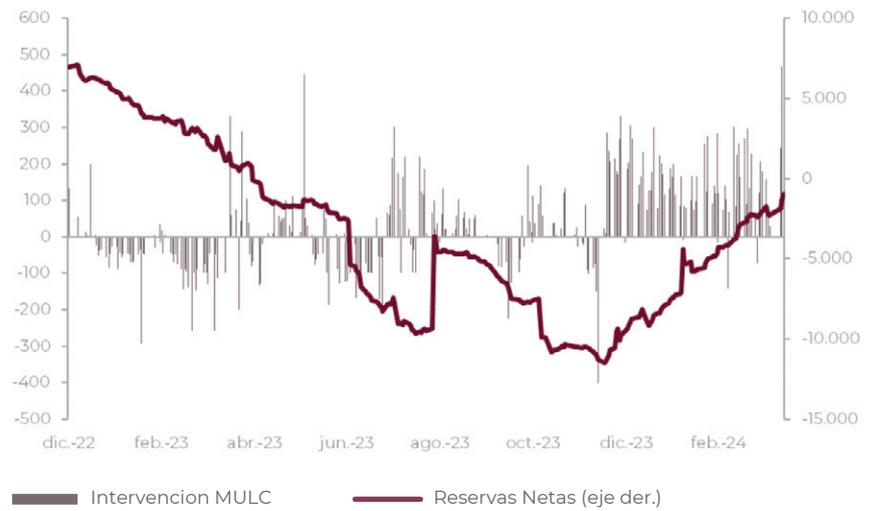
Mejora el saldo comercial. En el frente externo, la recuperación de la cosecha, la mejora en el balance energético y la disminución de las importaciones por el menor nivel de actividad contribuyeron significativamente a lograr un importante superávit comercial. Durante el primer bimestre, las exportaciones aumentaron un 7,5% i.a., impulsadas principalmente por las ventas agrícolas (Productos Primarios: +35,7%; Manufacturas de Origen Agropecuario: +5,5%), las cuales compensaron la contracción en los envíos industriales (Manufacturas de Origen Industrial: -9,7%). Por otro lado, las importaciones reflejaron una caída del 16,4% i.a., con reducciones en todos los rubros, excepto en el automotor, destacándose especialmente las de combustibles y energía (-65,9% i.a.). Así, en los dos primeros meses se registró un superávit de USD 2.223 M, frente al déficit de USD 233 M del año anterior en el mismo periodo. Esta mejora de casi USD 2.500 M se debe a una contribución de aproximadamente USD 900 M del sector energético (superávit de USD 940 M vs. déficit de USD 50 M), otros USD 900 M por el sector agrícola (superávit de USD 6.400 M vs. USD 5.500 M) y el resto proviene de la menor contracción del déficit industrial por recesión (USD 5.300 M vs. USD 5.900 M). La mejora del saldo comercial tuvo una mayor importancia en el mercado cambiario debido al nuevo esquema de pagos de importaciones, que resultó en un superávit aún más pronunciado. De hecho, de los casi USD 13.000 M de bienes importados entre diciembre y febrero, solo se pagaron USD 3.500 M, dando un superávit de más de USD 10.000 M (vs. USD 3.200 M devengado).

SALDO COMERCIAL LIQUIDADO VS. DEVENGADO
EN MILLONES DE USD



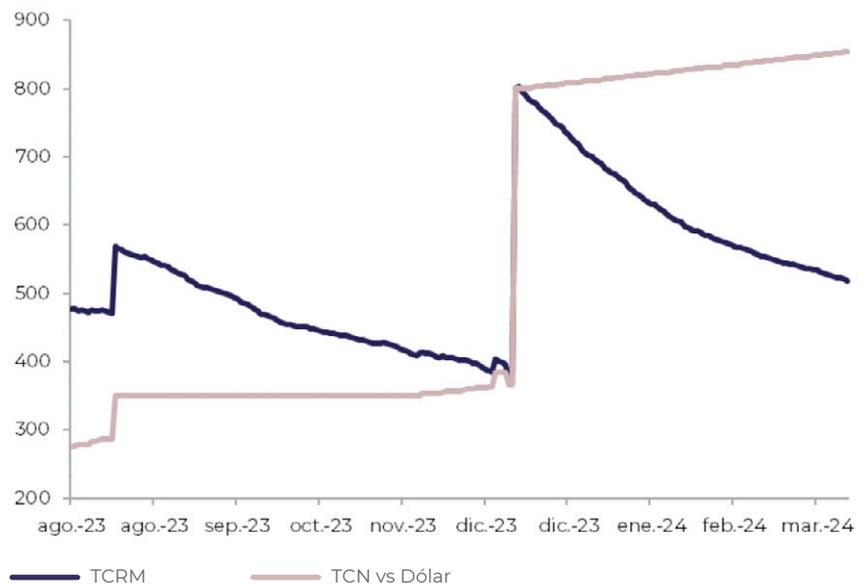
Recuperación de reservas internacionales. El mayor saldo comercial liquidado, junto con la reducción de la demanda de divisas para el pago de servicios y rentas, posibilitaron alcanzar un significativo excedente en el mercado cambiario. El Banco Central aprovechó esta situación para adquirir divisas y fortalecer su frágil posición de reservas internacionales, que al comienzo de la gestión presentaba reservas netas negativas por más de USD 11.000 M. En el primer trimestre del año, el BCRA compró USD 8.500 M, de los cuales USD 2.000 M se destinaron a la cancelación de deuda del sector público y del propio BCRA. Esto permitió incrementar las reservas netas en USD 6.500 M, cerrando el trimestre con un saldo negativo aproximado de USD 2.200 M –y USD 4.000 M si neteamos los BOPREAL que vencen en los próximos doce meses–.

EN MILLONES DE USD



El ancla cambiaria y la tentación del atraso. El Banco Central sostiene un aumento del tipo de cambio oficial del 2% mensual, mientras que la inflación local se sitúa en torno al 20% mensual y el dólar se aprecia a nivel global. Como resultado, el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) ha experimentado una pérdida de competitividad superior al 35%, situándose un 2% por debajo del nivel registrado en agosto de 2023. Esta situación enciende señales de alerta respecto a la competitividad de la economía y plantea desafíos para la planificación de una eventual liberación del control de cambios. Si se mantiene esta tendencia, con una inflación promedio del 10% mensual durante los próximos tres meses, para junio el TCRM alcanzaría un valor similar al observado al final del mandato del gobierno anterior. Esto genera incertidumbre sobre la futura evolución del tipo de cambio para el segundo semestre, ya que un ajuste puntual en el tipo de cambio oficial podría reactivar la inflación y agravar la contracción de la actividad económica.

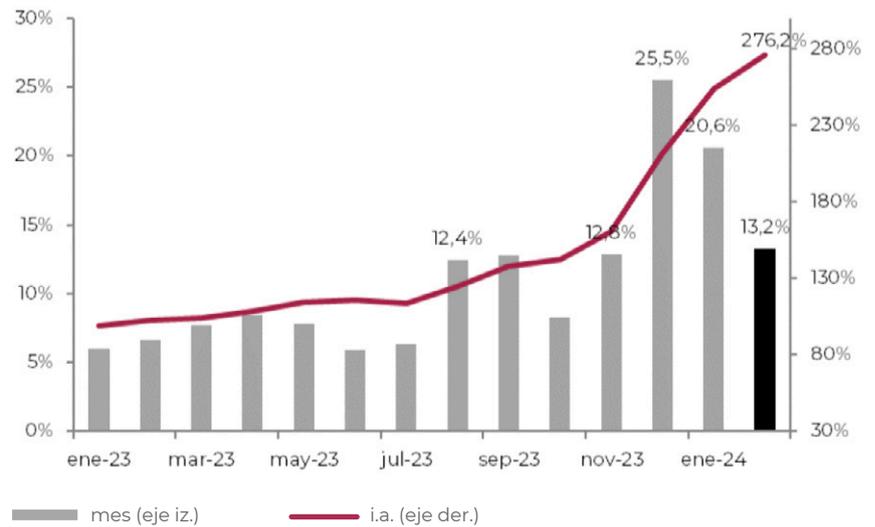
TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL A DÓLARES DE HOY



Avanza la desinflación. El ajuste monetario en combinación con el ancla cambiaria y la fuerte caída en el nivel de actividad permitieron que la inflación continúe bajando. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) Nacional de febrero registró un incremento mensual del 13,2%, sumando un aumento anualizado del 276%. Este resultado se situó por debajo de las proyecciones del mercado, que anticipaban un incremento cercano al 15%, y evidenció una significativa desaceleración respecto al 25,5% m/m de diciembre y al 20,6% de enero. La moderación en la inflación fue amplia, con la excepción del segmento de vivienda, que, debido al ajuste tarifario en electricidad de casi el 50% mensual, experimentó un aumento del 20,2% mensual. Particularmente notable fue el comportamiento del segmento de alimentos, que registró un aumento del 12% mensual, el más bajo desde octubre del año anterior y considerablemente menor al 30% registrado en diciembre. La desaceleración se observó aún más en el IPC core, que tras haber aumentado un 28% mensual en diciembre y un 20,2% en enero, en febrero ascendió a un 12,3% mensual, quedando por debajo del impacto

del salto cambiario. Los precios regulados aumentaron un 21% m/m, 5 pp menos que en enero. Se anticipa que la desinflación será más gradual en los próximos meses. Aunque se espera que el IPC core continúe su tendencia a la baja, el ajuste en los precios regulados —especialmente en tarifas de electricidad, gas, agua y transporte público— impulsará los precios de los servicios, manteniendo la inflación alrededor del 12% m/m. Es importante recordar que, en el último año, los precios de los servicios acumularon un aumento del 226%, mientras que el IPC núcleo ascendió un 295% i.a., lo que indica que aún queda un extenso camino por recorrer en el ajuste de los precios relativos.

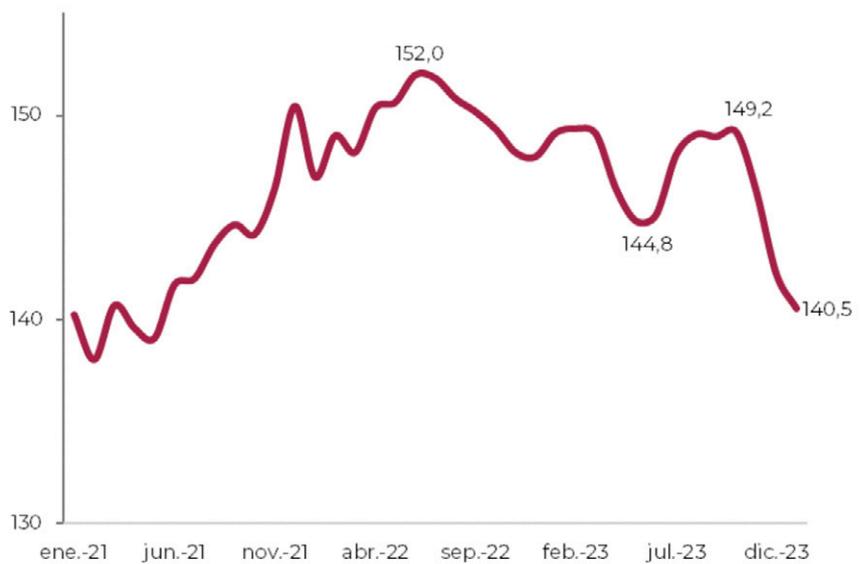
IPC NACIONAL



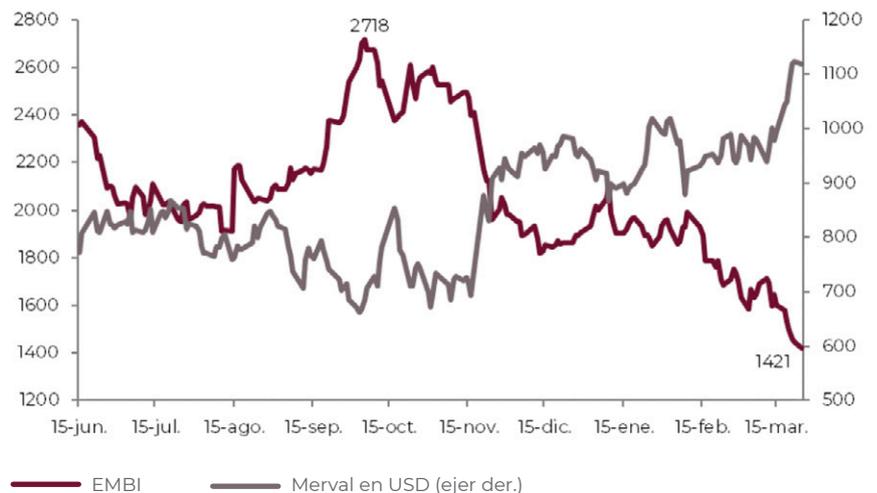
La recesión empezó en 2023, se profundizará en 2024. Aunque la inflación ha disminuido marginalmente, el notable aumento experimentado en el primer trimestre de este año ha impactado negativamente en los salarios reales, que ya habían sido afectados durante 2023. Los salarios, tanto de trabajadores registrados como no registrados, concluyeron diciembre con un descenso real del 20% i.a., y este retroceso se incrementó al 22% i.a. en enero. La erosión en el poder

adquisitivo de los ingresos, combinada con el deterioro del mercado laboral, ha sido un factor crucial en la reducción del consumo privado. Esta situación quedó evidenciada en el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), que registró una disminución del 1,2% m/m en enero —la tercera contracción consecutiva, acumulando una merma del 5,8%—, resultando en una caída del 4,3% i.a. Solamente 5 de los 15 sectores mostraron mejoras interanuales, destacándose la agricultura con un aumento del 11% i.a. y la minería con un 5,2% i.a. En contraste, la construcción experimentó la mayor disminución (-16,9% i.a.), seguida por la pesca (-13,5% i.a.), la intermediación financiera (-12,6% i.a.) y la industria (-11,3% i.a.). Se anticipa que esta tendencia negativa continuará en los próximos meses, con una reducción trimestral en el primer cuarto del año superior al 4% (más del 6% i.a.). Aunque la recuperación en la producción agrícola tras la sequía del año pasado —con una cosecha que duplicaría a la anterior y retornaría a niveles normales— establecerá un límite mínimo a la caída del PIB, la débil actuación de otros sectores como la industria y la construcción implicará que la recuperación de la actividad económica será progresiva, estimándose una disminución anual cercana al 4%.

ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA



Mercados confiados. El mercado se muestra cada vez más confiado en el plan del gobierno para ordenar la economía, centrado en la política fiscal y en la recuperación de las reservas internacionales. Esta confianza se refleja en el excelente desempeño de los bonos y las acciones en lo que va del año, especialmente en marzo. No se apura a ponerle fecha de salida del cepo cambiario y no le teme a las dificultades ni a las fragilidades que trajeron los resultados de los primeros tres meses como la caída del nivel de actividad y de la recaudación. En las valuaciones de los activos se deduce que apuntan a que la estabilidad cambiaria se mantendrá por más tiempo, que la inflación tendrá una fuerte desaceleración, que la actividad se recuperará rápido y que la Ley de Bases será aprobada más pronto que tarde. Todo esto, en un escenario donde el gobierno mantiene altos niveles de aprobación.



Rally en los hard-dollar. Los bonos en dólares del Tesoro ganaron un 18,0% en el mercado local en marzo y acumulan un alza de 37,0% en lo que va del año. Con esto, las paridades de los bonos postreestructuración promedian el 50% y alcanzaron su máximo histórico. El riesgo país cayó 264 pbs en marzo hasta los 1.441 pbs, lo

que representa un mínimo desde principios de 2021. Esta suba quedó muy por encima de la de los comparables: el GD30 en Nueva York subió un 12,9% en marzo contra un 6,1% promedio de los emergentes similares. Los BOPREALes también tuvieron un gran marzo y registraron ganancias por 10,4%. La suba estuvo liderada por la Serie 1, que se vio muy beneficiada por la división de sus strips y ganó un 17,3% en el mes. En tanto que la Serie 2 registró una ganancia mensual de 3,4% en marzo.

Los sub-soberanos se estabilizan. Los créditos provinciales se recompusieron en marzo, logrando un incremento del 1,7%. Sin embargo, este avance no ha sido suficiente para revertir las significativas pérdidas ocurridas en febrero, en medio de las tensiones entre el Gobierno Nacional y los gobernadores. Así, en lo que va del año, los créditos provinciales registran una caída del 0,3%. La suba de marzo estuvo liderada por los bonos de las provincias que protagonizaron el conflicto: Córdoba 2025 subió 5,0%, el bono de Buenos Aires a 2037 subió 4,0% y el bono de Chubut a 2030 subió 3,6%. Por otro lado, el bono de La Rioja, que se encuentra en default, sufrió una caída del 0,6% en marzo, acumulando una pérdida del 6,9% en lo que va del año.

Mes mixto para la deuda en pesos. La estrella del mes fue la tasa fija, con el TO26 que subiendo un 38,9% apuntalado por la baja de tasas y por las expectativas de una mayor desaceleración en la inflación. También tuvimos el regreso de las letras, con la emisión de la lecap a enero 2025 a una TEM de 5,5%. Esta tasa tiene implícito un sendero de rápida desaceleración de los precios y una marcada apreciación del tipo de cambio: su *breakeven* contra CER es de una inflación promedio de 6,3% en 2024 (vs. 7,6% de nuestras proyecciones) y contra DLK es una devaluación de 5,0% hasta marzo 2025 (en línea con nuestras proyecciones). Por otra parte, los bonos ajustables por CER también mostraron un desempeño destacado, con un aumento

del 16,1% en el mes, superando la inflación estimada del 11,0%. La apreciación de estos bonos fue uniforme a lo largo de todos los tramos. En contraste, los instrumentos vinculados a la devaluación mantuvieron su tendencia negativa: tanto los bonos *dollar-linked* como los duales registraron aumentos de solo el 4,7% y el 2,2%, respectivamente, en marzo. Así, en el acumulado anual el TO26 lidera con una suba de 82%, seguido por los bonos CER que ganaron 33%. Los bonos duales y los *dollar-linked* quedaron rezagados, con aumentos del 18% y el 17%, respectivamente, en el acumulado anual.

Las acciones repuntan. En marzo el Merval anotó una suba del 19% en pesos y del 15% en dólares. Este aumento llevó al índice a alcanzar un nuevo máximo de USD 1.100, igualando los niveles observados durante las PASO de 2019. En el segmento de acciones locales, las entidades bancarias lideraron las ganancias, con incrementos de hasta el 40% -destacándose BYMA, BBVA con un aumento del 37%, y Macro, con un 31%- . Las compañías de servicios públicos y energía también registraron una sólida *performance* –TGN aumentó un 33%, TGS un 18% y Transener un 20%- . Los ADRs acompañaron esta tendencia alcista con un promedio de incremento del 16%, especialmente en el sector bancario, con aumentos promedio del 25% en dólares. Las energéticas tuvieron rendimientos dispares con YPF registrando un +14,5%, Pampa Energía +2,7% y Edenor +6,3%. Ante la perspectiva de una reducción en la tasa de inflación y el mantenimiento de una rigurosa disciplina fiscal, Banco Macro resalta por sus resultados financieros favorables. Loma Negra se distingue por su robusta generación de flujo de caja, un programa de recompra de acciones y bajos niveles de deuda. Por último, BYMA se perfila como una opción atractiva, beneficiándose del aumento en el volumen de negociación observado en el último trimestre del 2023.

Perspectivas

Brecha estable. Esperamos que la brecha siga estable de cara al comienzo de la temporada alta de las liquidaciones del agro. El fortalecimiento de las reservas, en conjunto con la venta del CCL producto del esquema 80/20 y la mayor absorción fiscal por retenciones deberían ser suficientes para mantener contenida la demanda de dólares en el corto plazo. Así, las perspectivas se mantienen prometedoras para el *carry trade* de cara a abril. Sin embargo, para inversores más conservadores la brecha tan baja puede representar una buena oportunidad para dolarizar ganancias y aprovechar que las restricciones financieras mantienen a la demanda de divisas artificialmente baja.

Sigue existiendo recorrido alcista para los *hard-dollar*. Mirando hacia el futuro, nuestra visión para los bonos hard-dollar sugiere que aún hay espacio para una mayor normalización en la curva de rendimientos. Si toda la curva regresará a una TIR de 15%, como a la salida de la reestructuración, los bonos deberían experimentar un aumento de entre el 11% y el 28%. En vista a esto, nuestra recomendación es una cartera que combine una posición agresiva en un bono del tramo corto con mayor potencial en las subas como el GD30 con una posición algo más defensiva en un bono del tramo largo como el GD35. En lo que refiere a los BOPREAL, la curva del Banco Central ofrece retornos significativamente menos atractivos que la del Tesoro. A estos precios, en términos generales, preferimos evitar el “riesgo BCRA” y seleccionar tasas más favorables bajo la ley de Nueva York. Sin embargo, para inversores conservadores que busquen un perfil de vencimientos cortos recomendamos el *Strip A* (BPOA7) con vencimiento en abril de 2025 que ofrece una TIR de 22% en dólares.

Selectivos con los sub-soberanos en dólares. Las provincias enfrentan 2024 con la pérdida de recursos fiscales coparticipables,

generada por la baja del impuesto a las ganancias y del IVA de alimentos, así como por la revisión del esquema de transferencias discrecionales de la Nación y el impacto del desplazamiento del tipo de cambio nominal sobre el *stock* de su deuda en moneda extranjera. Sin embargo, algunas de ellas cuentan con las herramientas necesarias para afrontar este contexto y parten de una posición fiscal sólida. El bono de Capital Federal (TIR 10,1%) destaca por sus características conservadoras: CABA sobresale por sus excelentes números en fiscales (superávit financiero de 13,4% LTM sobre ingresos a septiembre del 2023), baja dependencia del Estado Nacional (78% de sus ingresos son de fuentes propias). Además, cuenta con depósitos en dólares por USD 382 M que quintuplican el pago de cupones por USD 67 M que enfrenta en 2024. También sugerimos incorporar los bonos de Córdoba a 2025 (TIR 21,6%) y 2029 (TIR 18,2%) dado el buen perfil crediticio de la provincia, que en 2024 enfrenta vencimientos por USD 382 M, a los que debería hacer frente sin dificultad. También sugerimos mantener el bono de Chubut a 2030 (TIR 14,7%) garantizado por regalías, por su elevada TIR y los buenos indicadores de la provincia patagónica. Finalmente, nuestra última recomendación es el bono de Mendoza a 2029 (TIR 15,2%), ya que la provincia cuenta con depósitos en dólares por USD 260 M, con los que puede hacer frente tranquilamente a sus vencimientos por USD 118 M en 2024. Otra alternativa a considerar, dada la caída que viene registrando, es el bono de Santa Fe 6,9% 2027 MD 2,1x, que cuenta con una TIR de 13,15% a un precio clean de USD 87. Recordemos que la provincia cuenta con cuentas fiscales equilibradas al 3Q23, deuda de tan solo USD 562 M y recursos financieros considerables producto de la cartera de bonos CER percibida por el arreglo judicial con el Tesoro por retenciones para Anses.

Selección de bonos corporativos. En el contexto actual y considerando los rendimientos disponibles, no recomendamos

mantener posiciones a largo plazo. Sin embargo, dentro de estas opciones, existen alternativas que ofrecen rendimientos de dos dígitos de emisores confiables en mercados que, si bien pueden no ser tan líquidos, merecen ser considerados. Central Puerto 7% con vencimiento el 14/03/2026 –Ticker NPCAO– es una ON *hard dollar* ley argentina que paga dólar cable especie 7.000 MD 1,64x y se encuentra operando en BYMA a TIR de 10.5%/12%. Telecom 2025 –ticker TCL50– *hard dollar* ley extranjera muy corto MD 0.7x opera con TIR superior a 10% en las últimas ruedas. Nos siguen gustando riesgos como TGS 2025 –ticker TSC2O– (TIR 8.1%), Pampa 2027 –ticker MGC1O– (TIR 8.9%) e YPF garantizado 2031 (TIR 8,8%), que dada la fuerte caída en los rendimientos de dicho emisor nos resulta el bono de mejor ecuación riesgo retorno. Emisiones como Mastellone 2026 (TIR 10%) y Aeropuertos Argentina 2000 2027 (TIR 10%) siguen siendo interesantes.

Deuda en pesos. Tras el recorte de tasas, las proyecciones para la deuda en pesos en 2024 se han ajustado a niveles cercanos al 5,8% mensual. Estos índices indican que la licuación de valores continuaría durante todo el año 2024 y, además, son marginalmente inferiores a la Tasa Efectiva Mensual (TEM) del 5,9% que brindan los Fondos Comunes de Inversión (FCIs) *Money Market*. Con perspectivas de futuras reducciones en la tasa, sugerimos extender la duración de los instrumentos de 2025 en adelante. En vista de que esperamos que la inflación se mantenga alta durante este año y sea del 185% i.a. en 2024, sugerimos tomar posiciones en CER. Con esto en vista, sugerimos incorporar al TX26 (TIR CER -8%) en cartera. El bono a noviembre 2026 ofrece una TIR *forward* de CER +7% para fines de 2024, un nivel sumamente atractivo de cara a principios del año que viene. Por otro lado, también vemos valor en el dual a enero del 2025 TDE25 (CER -25%; A3500 -12%) al cual le proyectamos una TEM de 6,0%.

Futuros de Rofex, caros los cortos, baratos los largos. Los contratos presentan un sendero de devaluación en torno al 4,7% promedio para 2024. Con perspectivas de que la devaluación del 2,0% se extienda en abril y mayo, esto representa una oportunidad de venta en los contratos de dichos meses. Sin embargo, en algún momento la devaluación tendrá que acelerarse, ya sea para evitar hacer un segundo salto discreto o porque el atraso cambiario empuja al gobierno a hacer un nuevo ajuste cerca de mitad de año (situación que podría aprovechar para unificar el mercado cambiario y eliminar la brecha). En todo caso, a estos precios vemos atractivo en tomar una posición compradora en los contratos de septiembre en adelante.

Acciones. El Merval quebró la resistencia de 1.000 puntos y actualmente se encuentra en niveles de 1.156 puntos registrando un alza del 20,6% en lo que va del año. La fuerte caída del riesgo país (actualmente en niveles de 1.302 puntos) genera *momentum* a los activos de renta variable donde sugerimos selectividad dado que los puntos actuales de ingreso presentan desafíos mayores para obtener retornos interesantes.

Dentro del sector financiero veníamos destacando BYMA que ya alcanzó una valuación de USD 1b de *market cap* y dado un estimado de EV/EBITDA 24 de 5,5 / 5x creemos que es un buen momento para tomar ganancia. El balance de los bancos al 4Q23 ha sido espectacular, único e irrepetible pero ha permitido que parte de la fuerte suba registrada en sus acciones quede convalidada por el incremento de su Patrimonio Neto. Si bien presentan desafíos en este 2024 (en línea con los balances registrados a Ene-24), creemos que BMA puede tener un upside adicional teniendo en cuenta que se espera un ROE 2024 en la zona de 15% en términos reales, migró la cartera de DL a instrumentos CER y si bien actualmente cotiza a P/BV de 1,28x creemos que post 1Q24 su ADR podría llegar a los U\$S 60.

HOUSE VIEW LOCAL

LOMA es uno de los activos que viene lateralizando en los últimos años y a pesar de un contexto muy difícil por la caída que se viene registrando en los despachos de cementos, creemos que sigue siendo una buena opción en cuanto a riesgo retorno. Actualmente cuenta con un *market cap* de U\$S 795 M y deuda neta de U\$S 174 M, y cotiza con ratios *trailing* de EV/EBITDA 3,8x. Si eventualmente su controlante Intercement termina vendiendo el 51% de la compañía creemos que el precio de su ADR debería tener un piso de U\$S 9.

Dentro del sector energético seguimos considerando a PAMP y CEPU como buenas alternativas, a pesar de las demoras de Cammesa en cancelar los pagos por generación, lo cual debería solucionarse en breve. Ambas cotizan a ratios de EV/EBITDA *trailing* 4x el cual debería expandirse si continúa descendiendo el riesgo país. PAMP estima incrementar su producción de gas en un 30% en este 2024, y contempla empezar a expandir su producción de petróleo en los próximos años. Actualmente tiene un market cap de U\$S 2.500 M y un EBITDA de U\$S 800 M, con una deuda neta de U\$S 708 M. Su participación en TGS y TRAN actualmente asciende a un valor de mercado de U\$S 907 M.

**Los datos utilizados en el presente informe tienen fecha de cierre 8 de abril de 2024.*

HOUSE VIEW LOCAL

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen S.A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.

