

12 de julio de 2024

Argentina Weekly

Comenzó la fase 2

- **La fase 2 del programa económico ya fue reglamentada: se oficializó la creación de las Letras Fiscales de Liquidez**, instrumento para dar fin a los pasivos remunerados y continuar administrando la liquidez del sistema. El BCRA ya viene llevando a cabo un gran esfuerzo para poner fin al problema de la emisión endógena: **se ha reducido el stock de pasivos remunerados más de un 65% en términos reales desde la llegada de la nueva administración, y hoy representan un 40% de la Base Monetaria Ampliada.**
- **La devolución de deuda del BCRA al Tesoro pone nuevamente al ancla del programa en el foco de monitoreo del mercado, siendo que la presión para sostener el superávit fiscal será aún mayor.** El Presidente aseguró que junio también se habría registrado superávit.
- **Hoy el Indec dará a conocer el dato de inflación para junio:** el ministro de Economía, Luis Caputo, se mostró optimista al respecto, asegurando que espera una medición por debajo del 5%, y que “la núcleo debería empezar con 3”. El IPCBA, proxy para el dato nacional, marcó un aumento del 4,8% en junio, particularmente afectado por los incrementos en precios regulados
- **La deuda local había vuelto a caer 1,82% la última semana a pesar de que la situación de reservas del BCRA no había sido tan negativa como en las semanas previas.** El mercado sigue de cerca la dinámica del BCRA en el MULC sabiendo que el segundo semestre del año es más complicado en términos de acumulación de reservas. La buena rueda que tuvieron el miércoles los soberanos hard dollar, puede explicarse en parte por la reinversión del pago de cupones y amortizaciones. **El día jueves los bonos vuelven a tener otra rueda positiva impulsados por un contexto internacional muy favorable luego de conocerse el buen dato de inflación de junio en Estados Unidos y acumulan una suba de 2,2% en la semana.**
- **El Tesoro logró un financiamiento neto de \$3,19 BB en la licitación de esta semana donde si bien las tasas de corte estuvieron en línea con las de mercado secundario hubo algo de premio en la lecaps septiembre, octubre y enero con respecto al cierre de ayer.** El financiamiento neto se comunicó que será depositado en la cuenta que tiene el Tesoro en el BCRA.
- **Comenzamos la temporada de balances de las compañías argentinas,** realizamos un breve repaso por los sectores y las expectativas que tenemos para las empresas que los conforman.
- **Sin cambios en nuestro semáforo del S&P Merval: Seguimos en modo cautela. Nuestra estrategia y cartera continúa sin modificaciones:** fuerte base en **Oil & Gas** (YPFD, TGSU2, VIST y PAMP), algo de **Reguladas** (CEPU y TGNO4) y **Materiales** (TXAR y LOMA), BYMA y **Bancos** (BMA y SUPV).

ECONOMÍA

El presidente aseguró que para eliminar el cepo deben cumplirse tres condiciones: la eliminación de los pasivos remunerados, la eliminación de los puts, y la convergencia de la inflación al crawling peg. Estas declaraciones están en línea con los recientes anuncios de los titulares del Ministerio de Economía y el BCRA, dando comienzo a la fase 2. Durante la misma, la prioridad es la eliminación de los pasivos remunerados para poder terminar con la emisión endógena que provoca el pago de los intereses de dichos pasivos. Por lo tanto, el equipo económico ha dado comienzo a la fase 2, mientras que la remoción de los controles de capitales será el objetivo de la fase 3. Como han anunciado, tanto el presidente, como el titular del Ministerio de Economía, no quieren asumir riesgos innecesarios.

Para poner el tema en contexto, nos parece conveniente repasar algunos conceptos. Al referirnos a la base monetaria, hacemos referencia a la suma de los billetes y monedas en poder del público y de entidades financieras, así como también de los depósitos en pesos de dichas entidades en el BCRA (es decir, encajes o más técnicamente denominados requisitos mínimos de liquidez).

Los pasivos remunerados, por su parte, son aquellos instrumentos que ha utilizado el BCRA para esterilizar los excesos de emisión de base monetaria que se originaron por la necesidad de financiamiento al Tesoro Nacional. Por lo tanto, con el objetivo de poder neutralizar dicha emisión, el BCRA se ha visto obligado a ofrecer un premio pagando intereses. De esta forma, mientras que la base monetaria es “gratis” para el BCRA, los pasivos remunerados le generan un costo, que termina provocando el llamado déficit cuasi fiscal.

Estos pasivos remunerados pasaron por numerosas etapas, originándose en el año 2002 y cambiando de nombre sucesivas veces (LEBAC, Leliq, Pases, etc...), pero su objetivo principal siempre fue la esterilización de la base monetaria. No obstante, al vencimiento de los mismos, terminan generando lo que se denomina la emisión endógena provocada por el pago de los intereses. Este mecanismo fue utilizado por distintos gobiernos para continuar financiando sus déficits fiscales con emisión monetaria. Por esta razón es que planteamos que en esta fase 2 no es que el BCRA le está “trasladando” un problema al Tesoro, sino que se lo está “devolviendo”. Es decir, que forma parte del proceso de normalización de la economía, luego de años de distorsión.

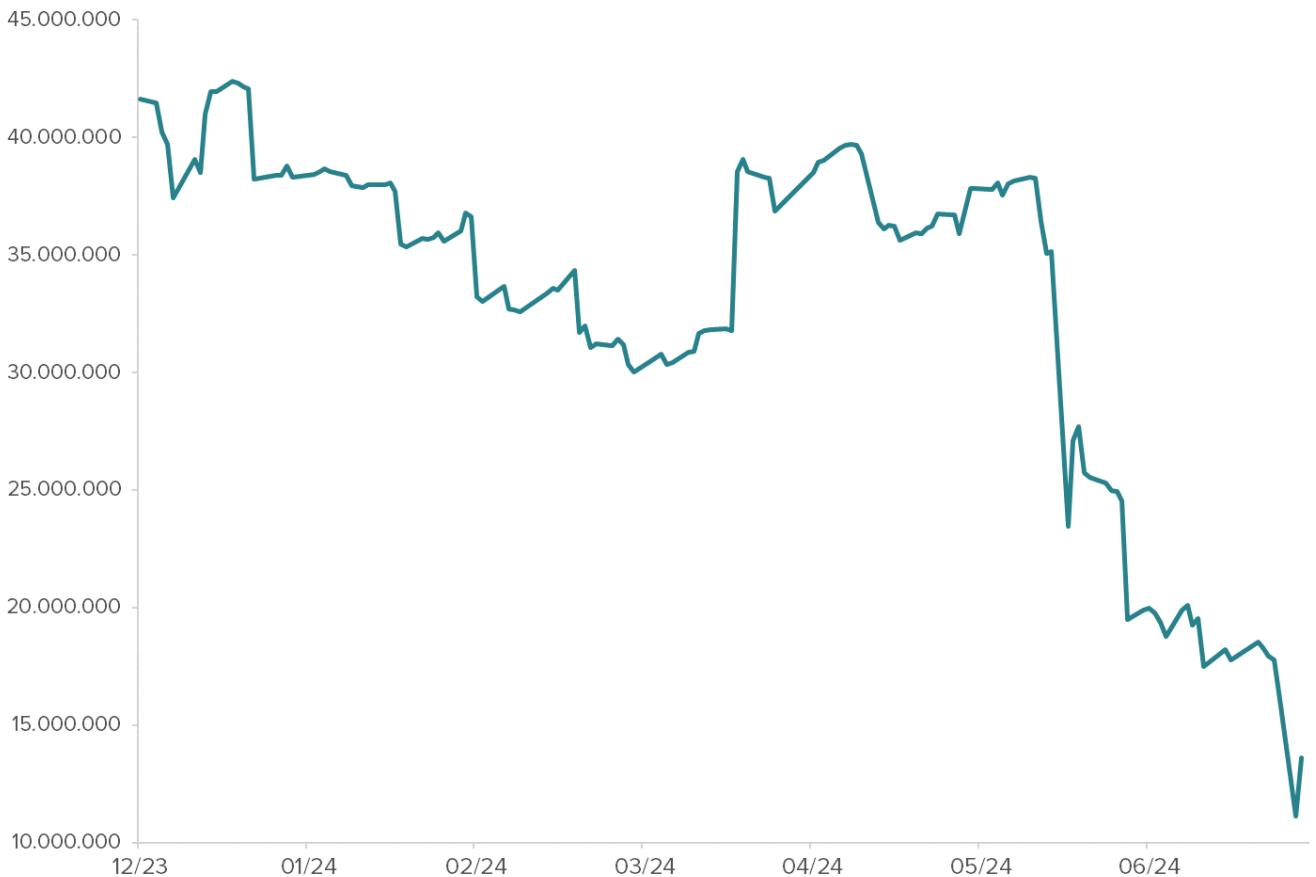
Finalmente, el concepto de Base Monetaria Ampliada, surge como la suma de la base monetaria y de los pasivos remunerados. **Por lo tanto, el objetivo primordial de la fase 2 es eliminar los pasivos remunerados del BCRA y que la base monetaria ampliada se reduzca a la base monetaria.**

Como puntapié de la fase 2, el directorio del BCRA dispuso la suspensión de la operatoria de pases pasivos a partir del 22 de julio. A través de la Comunicación “A” 8060 se definieron los aspectos técnicos y operativos de la Letra Fiscal de Liquidez (LeFi), que servirá a partir de esa fecha, como principal instrumento de administración de liquidez del sistema bancario.

Estos títulos tendrán un plazo máximo de un año y un tope de emisión de \$20 BB, más que suficiente para cubrir el excedente de pesos restante en instrumentos del BCRA. Como ya mencionamos en reportes previos, la tasa será determinada por el BCRA, pero el costo será afrontado por el Tesoro de la Nación. Ahora con más detalles gracias a la publicación de la norma, sabemos que estos instrumentos podrán ser negociados únicamente entre el BCRA y los bancos, y los intereses devengados por dichos instrumentos serán depositados diariamente por el Tesoro en una cuenta en el BCRA dedicada a dicho fin.

Más allá de la noticia del fin de los pasivos remunerados, el equipo económico ya viene llevando a cabo un gran esfuerzo para poner fin al problema de la emisión endógena y al crecimiento exponencial de la Base Monetaria Ampliada. En ese sentido, hubo un sostenimiento de tasas reales negativas con sucesivas bajas de tasa de política monetaria, siguiendo con la creación de incentivos para la migración de títulos del BCRA a títulos del Tesoro. **De esta forma se ha logrado reducir el stock de pasivos remunerados más de un 65% en términos reales desde la llegada de la nueva administración.**

Pasivos Remunerados ajustados por inflación (ARS MM)



Fuente: IEB en base a BCRA

En nuestra opinión, para el relevamiento de la fase 2 es crucial el monitoreo de la participación de los pasivos remunerados en el total de la base monetaria ampliada. Vale la pena comentar, que en los últimos días se han levantado **preocupaciones acerca del crecimiento de la base monetaria. Nos parece importante destacar que, en este caso, el crecimiento de la base no responde a un fenómeno de expansión monetaria, sino más bien a un cambio de composición de los agregados monetarios.**

Previo a la asunción de la nueva administración, la base monetaria representaba sólo un 25% de la base monetaria ampliada, esto quiere decir que el BCRA se encontraba pagando intereses por un 75% de los pesos en la economía. Hoy dicha composición es 60%/40%, lo cual indica que el BCRA paga intereses por una porción notablemente menor, disminuyendo el ritmo de emisión. **No observar la dinámica de la Base Monetaria Ampliada implicaría caer en el juego de que emitir pasivos remunerados no es emisión.**

A su vez, mientras que los intereses devengados anualmente por los pasivos remunerados representaban un 120% de los pasivos totales del BCRA al 10 de diciembre, hoy representan un 19%. Esto significa que el BCRA pasó de emitir aseguradamente un 120% de la masa monetaria anualmente, a tan sólo un 19%. Continúa tratándose de un número sumamente elevado, pero el trabajo reciente en el frente monetario apunta a llevar ese número a cero, apuntando a lo que mencionó el Presidente de la Nación con agregados monetarios que se mantengan constantes.

Composición de la Base Monetaria Ampliada (media móvil de 5 ruedas)



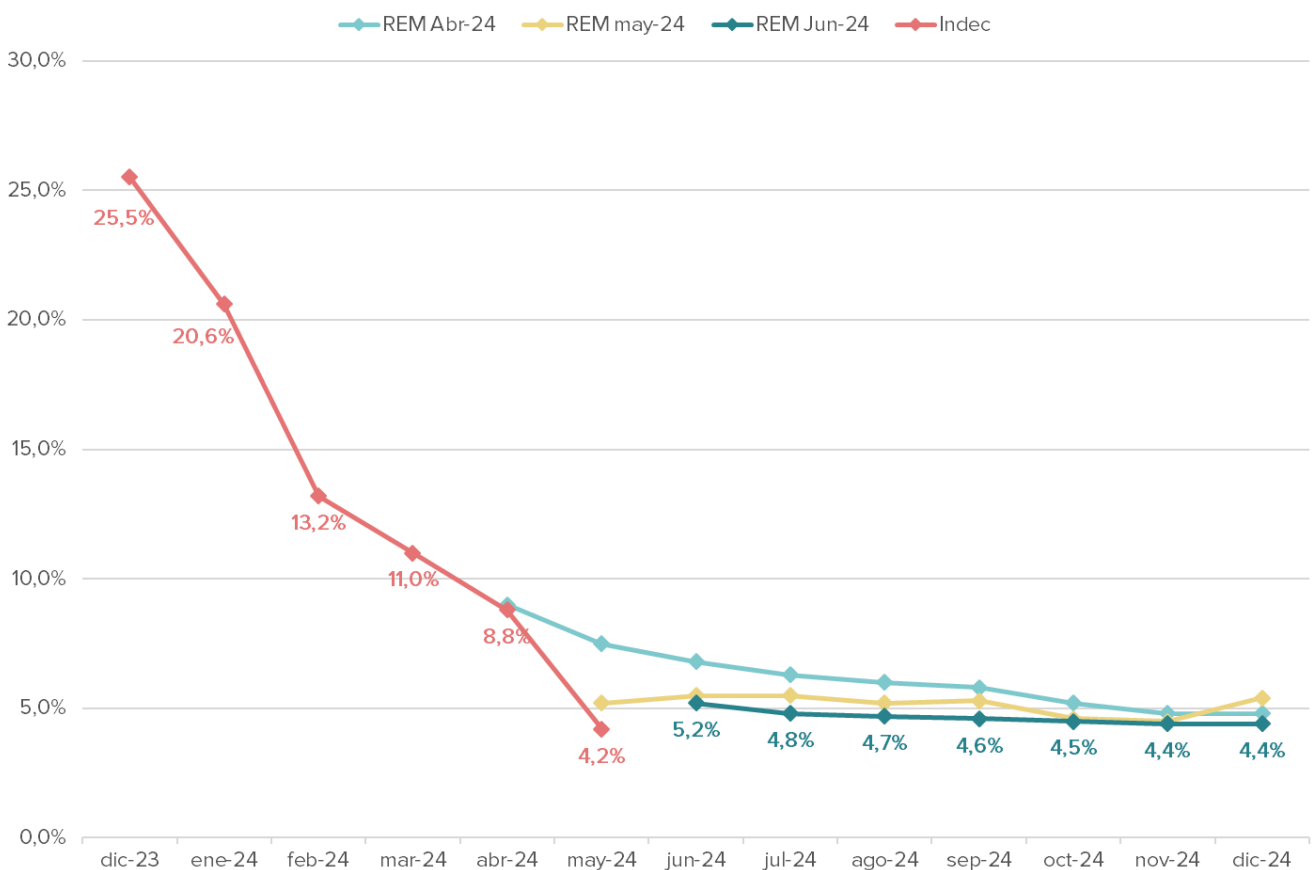
Fuente: IEB en base a BCRA

Esta devolución de deuda del BCRA al Tesoro pone nuevamente al ancla fundamental del programa en el foco de monitoreo del mercado, siendo que la presión para sostener superávit fiscal será aún mayor ahora que el Tesoro deberá hacer frente a los intereses de las nuevas LeFi, más allá de que estos no impacten en los números presentados por el Ministerio de Economía. El Presidente ya se había anticipado a la posibilidad de registrar déficit en junio debido a los ajustes de haberes jubilatorios y aguinaldos. No obstante, aseguró que junio también habría registrado superávit, no queda del todo claro si se refirió a superávit primario o financiero. Tal como analizamos en el reporte pasado, dado el nivel de recorte del gasto promedio de los cinco meses previos, y la debilitada recaudación, se habría alcanzado un pequeño superávit primario de \$100.000 MM, que tras el pago de intereses de deuda se reduciría a un déficit financiero de \$260.000 MM.

Hoy el Indec dará a conocer el dato de inflación para junio, medición clave para el gobierno, el cual continúa dando prioridad al “delivery” de desinflación: se espera que este se encuentre levemente por encima del dato de mayo, pero la clave estará en la magnitud de la diferencia. Dado el impacto de los precios regulados, difícilmente logre perforar el 4,2% registrado en mayo, aunque el ministro de Economía, Luis Caputo, se mostró optimista al respecto, asegurando que espera una medición por debajo del 5%, y que “la núcleo debería empezar con 3”. Si bien está descontado que el dato del nivel general de junio superaría al de mayo, consideramos relevante lo que pueda ocurrir con el IPC Núcleo.

La expectativa de una pausa en el fuerte proceso de desinflación se ve plasmada en las expectativas del REM, el cual, tal como marcamos en nuestro reporte previo, espera una inflación del 5,2% para junio, 1 p.p. por encima del nivel registrado en mayo. No obstante, continúa ajustando sus expectativas a la baja para los próximos meses, con un estancamiento en torno al 4%.

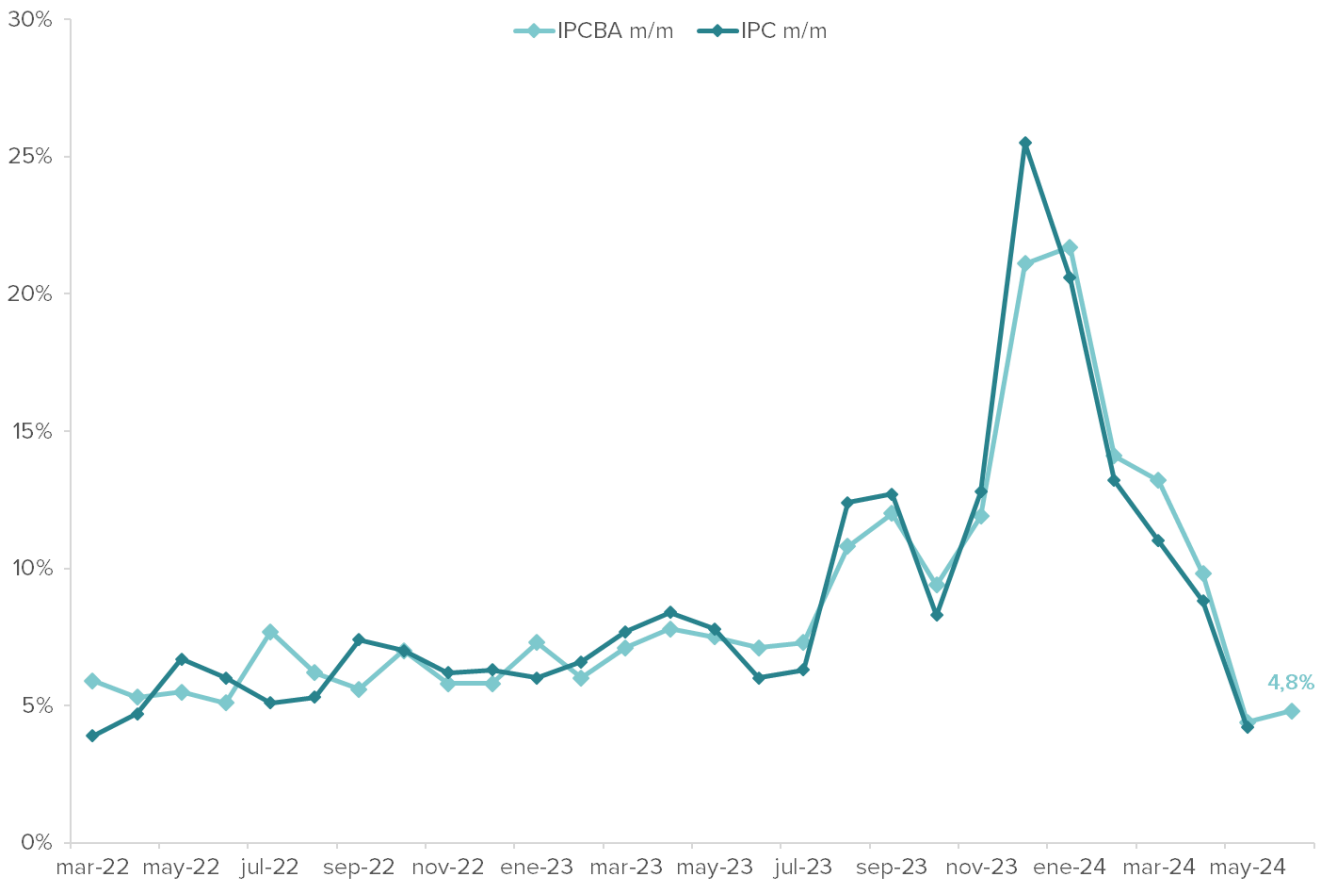
Inflación vs REM



Fuente: IEB en base a Indec y BCRA

A su vez, en la antesala a la publicación del dato del Indec, la Dirección General de Estadísticas y Censos del Gobierno de la Ciudad publicó su medición de la inflación en CABA. **El IPCBA marcó un aumento del 4,8% en junio, particularmente afectado por los incrementos en precios regulados (+8,5%):** los rubros con mayores aumentos fueron Seguros y servicios financieros (+11,7%) y los servicios ligados a la vivienda (+7,3%). De todas formas, resulta importante destacar un rubro en particular: Alimentos y bebidas no alcohólicas. La segunda división con mayor ponderación sobre el total del índice presentó un aumento del 2,7% el mes pasado.

IPC e IPCBA - Variación mensual



Fuente: IEB en base a Indec y Dirección General de Estadísticas y Censos

Históricamente, el IPCBA ha servido como proxy para el dato a nivel nacional, presentando tendencias muy similares desde su creación en 2022. Teniendo esto en cuenta, **parecería que la expectativa de una pausa en el proceso de desinflación se materializará, y veremos una inflación levemente por encima de la de mayo.**

DEUDA EN PESOS

El Mecon obtuvo un financiamiento neto de **\$3,19 B** el Miércoles donde las tasas quedaron levemente por encima de lo que se venía operando hasta el momento en el mercado secundario. La letra licitada más corta (S16G4) y el bono DL más largo (TZV27) quedaron desiertas, el resto lícito de la siguiente manera: se adjudicó \$0,79 B en la lecap S13S4 a 4,08% TEM, \$1,68 B en la S14O4 a 4,19% TEM y \$1,29 B en la S17E5 que corto en 4,50% TEM. En cuanto a los bonos DL se colocó un total de \$0,47 B (\$0,11 B a -8,62% TNA corresponden al TZVD5 mientras que el restante \$0,36 B a -1,98% TNA pertenece al TZV26).

Resultado Licitación del Tesoro 10/7/24 (En ARS MM)							
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado	Factor de Prorrateo
S16G4 (Reapertura)	16/08/2024	\$1.300.137,00	Desierta	Desierta	-	-	-
S13S4 (Reapertura)	13/09/2024	\$917.023,00	\$760.292,00	\$792.985,00	4,08% TEM	19%	83%
S14O4 (Reapertura)	14/10/2024	\$1.617.916,00	\$1.444.297,00	\$1.679.717,00	4,19% TEM	40%	89%
S17E5 (Nueva)	17/01/2025	\$1.401.057,00	\$1.289.957,00	\$1.289.957,00	4,50% TEM	30%	92%
TZVD5 (Reapertura)	15/12/2025	\$114.864,59	\$94.648,42	\$107.627,00	(-8,62%) TNA	3%	82%
TZV26 (Reapertura)	30/06/2026	\$371.242,35	\$351.945,10	\$366.047,00	(-1,98%) TNA	9%	95%
TZV27 (Nueva)	30/07/2027	\$65.243,09	Desierta	Desierta	-	-	-
Total		\$ 5.787.483	\$ 3.941.140	\$ 4.236.333			

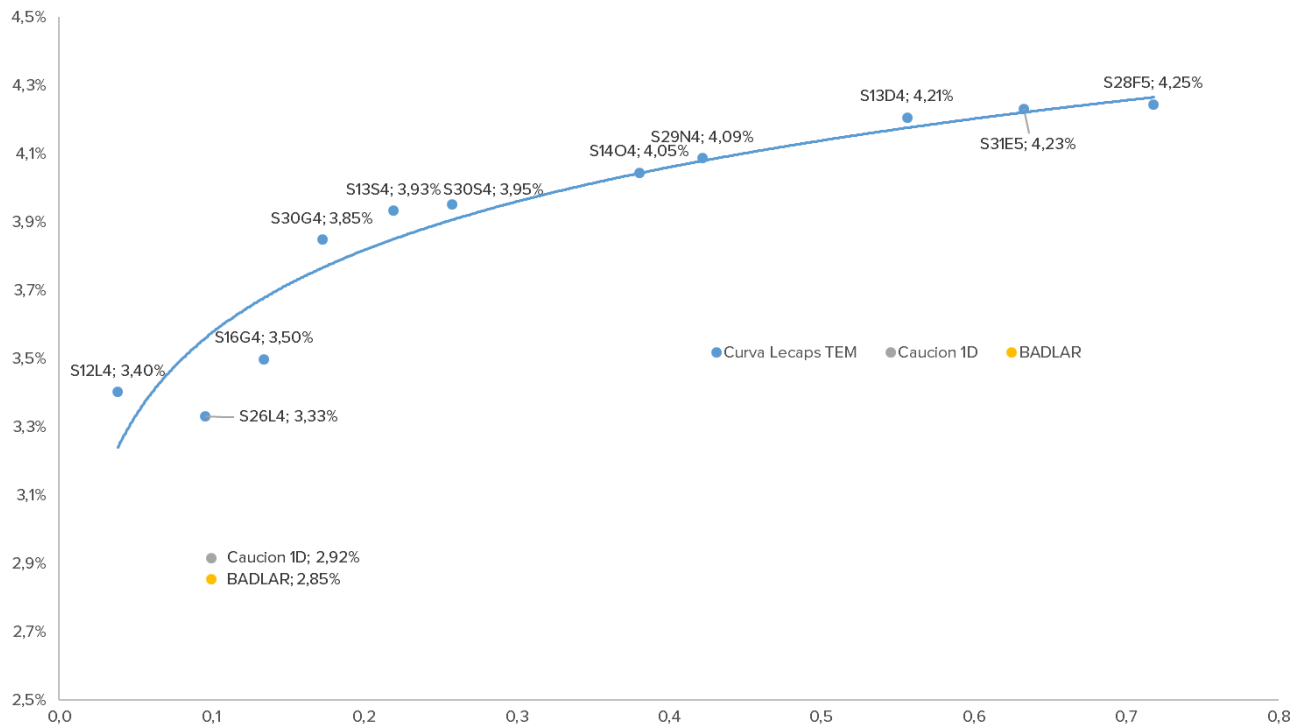
Fuente: IEB en base a Mecon

Vemos que la falta de adjudicación de los dos instrumentos podría deberse a que para la letra más corta (S16G4) el aumento de las tasas a corto plazo con vencimiento en agosto generó que la misma fuera menos atractiva. Viendo las tasas en el mercado secundario sería conveniente inclinarse por letras más largas si se espera que la inflación general converja a la núcleo para fin de año. Mientras que por el otro lado la tasa ofrecida para el DL con vencimiento en 2027 que se declaró desierta no resultaba atractiva ya que el vencimiento cae en un periodo de tiempo donde se espera que las brechas cambiarias se hayan mitigado y el rendimiento de los bonos en pesos se asemeje al de los soberanos HD.

Como se mencionó anteriormente el Mecon mantuvo las tasas por encima del 4% TEM. La letra más larga se llevó el mayor premio ya que el jueves la lecap S31E5 (de mayor duration que la letra licitada S17E5) se mantuvo en 4,2% TEM. Siguiendo esa lógica la S14O4, también ofreció algo de premio contra el mercado secundario ya que la tasa de corte se ubicó 0,20% arriba respecto al secundario del jueves. Los \$3,19 B netos serán depositados en la cuenta del tesoro en el Central con lo cual podría verse como parte de la estrategia de seguir disminuyendo los pasivos del BCRA en manos de los bancos cumpliendo con el objetivo de esta nueva Fase 2.

El gobierno formalmente lanza las nuevas LEFI (Letra Fiscal de Liquidez) por medio de un DNU para eliminar los pasivos del BCRA. Se emitirán \$20 B a un año y capitalizarán intereses evitando así impactar en el resultado fiscal. Lo particular es que el BCRA conseguirá la letra con un canje por bonos soberanos en pesos que tiene en su cartera, también podrá comprarla y venderla a los bancos comerciales a valor técnico. Restará esperar noticias sobre que soberanos utilizaran de canje y cuando empezaran a ofrecerse las letras.

Curva de Lecaps (TEM)

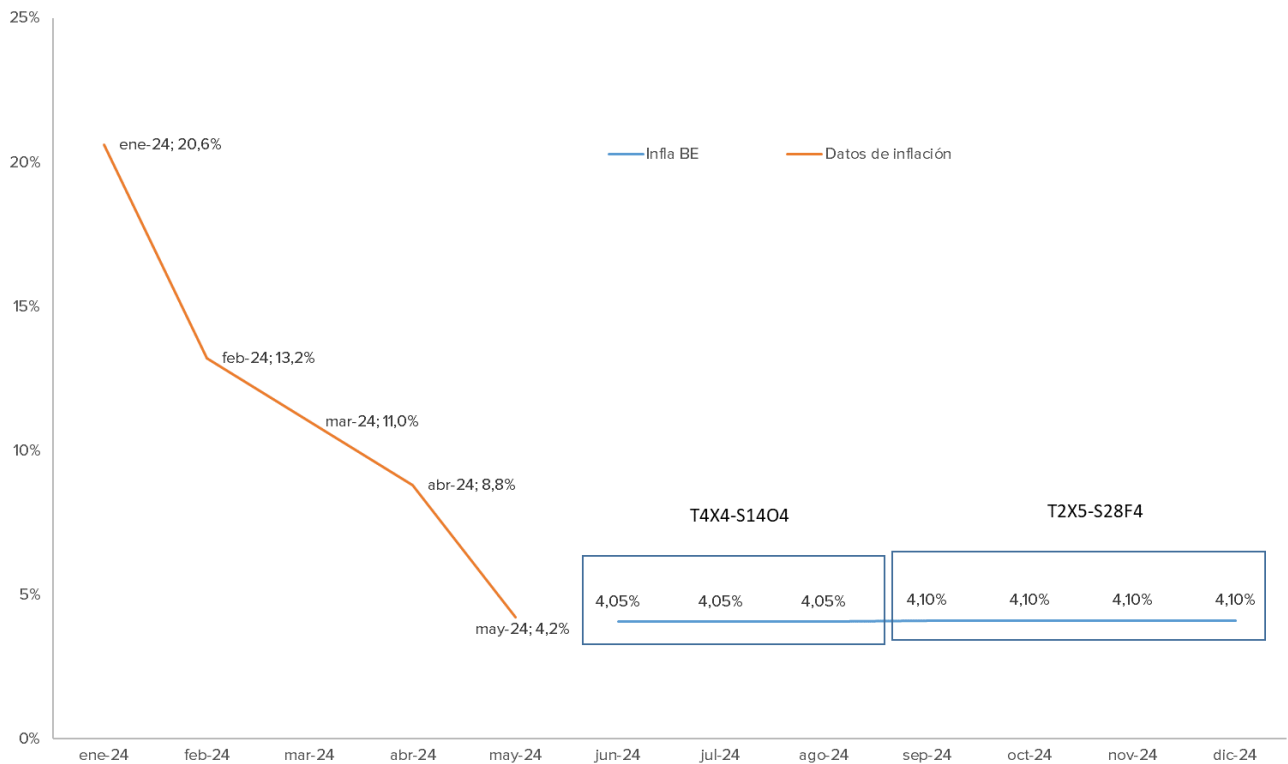


Fuente: IEB en base a BymaData y Mecon

El mercado actualmente tiene implícito en los precios de los bonos CER y lecaps un sendero de inflación resiliente a la baja para el resto del año que se ubica en 4,10% promedio mensual para los últimos cuatro meses del año. De esta forma está bastante alineado con las protecciones del REM que si bien estas últimas se ubican un poco por arriba no prevén que la inflación perforé el 4% mensual para este año.

El Ministro de Economía anunció que durante agosto o septiembre reduciría el impuesto PAIS en 10% que podría ayudar a profundizar el proceso de desaceleración de los precios si decide no compensarlo con una corrección del FX oficial. Por otra parte está pendiente la salida del cepo que con una brecha en torno a 50% podría tener un pasaje a precios a pesar del fuerte apretón monetaria y caída de la actividad. El Presidente dijo que uno de los requisitos para llevarlo a cabo es la convergencia de la inflación al ritmo del crawling peg de 2%. **En este sentido si se cree que la inflación para fin de año esté por debajo del 4% tiene sentido tomar posiciones más largas en la curva de lecaps que actualmente opera con TEMs en torno a 4,2% a partir de enero 2025.**

Inflación Breakeven Lecap-CER



Con respecto a los bonos CER seguimos pensando que puede existir valor en el tramo medio de la curva a estos niveles. Para quienes deseen tomar cobertura frente a la inflación los bonos a partir de 2025 operan con TIRs positivas y ofrecen una buena oportunidad. Sin embargo, preferimos estirar un poco duration y sobreponderar los bonos 2026 donde nos gusta el TX26 que actualmente opera con una TIR de CER+5,2%.

Finalmente, para quienes deseen tener cobertura cambiaria seguimos prefiriendo el armado de sintéticos DL con lecaps a enero o marzo de 2025, que actualmente operan en niveles cercanos a DL-1%. Los soberanos DL si bien devolvieron parte de la suba siguen operando con TIRs fuertemente negativas.

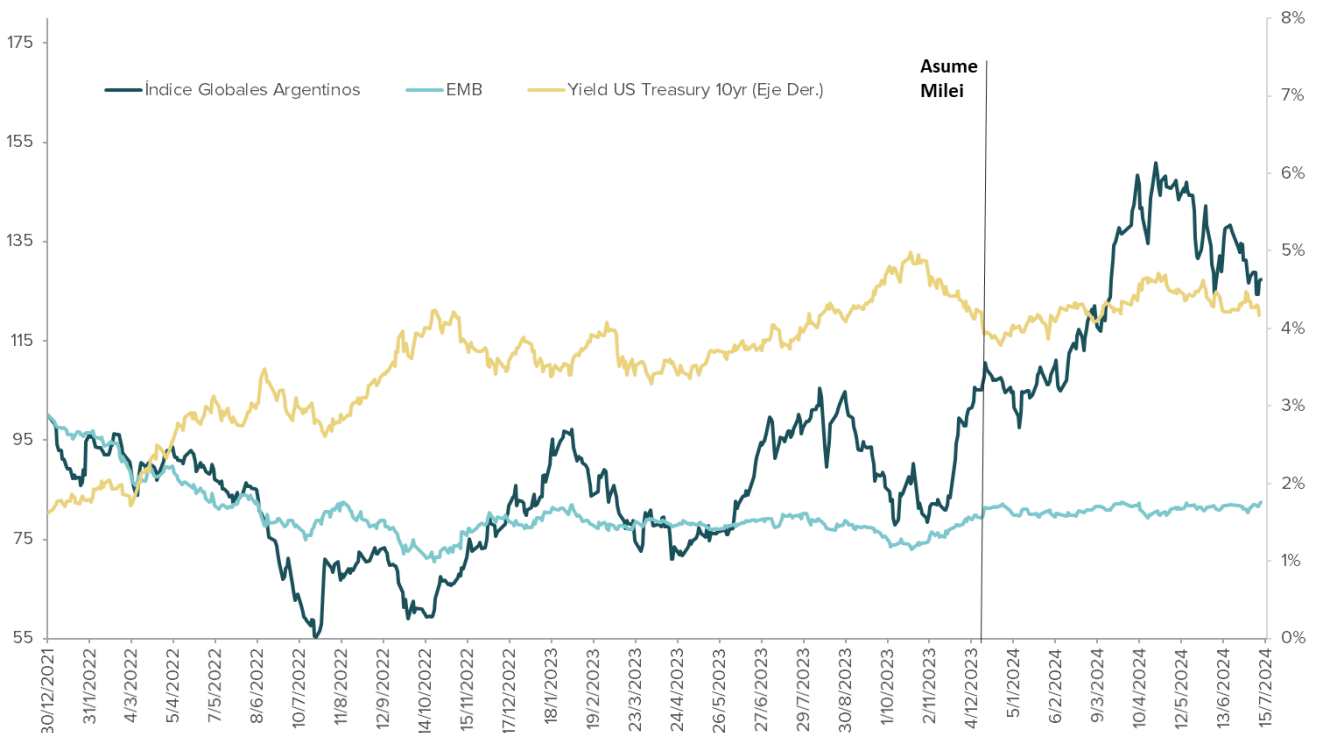
DEUDA EN DÓLARES

Los bonos hard dollar frenaron la caída luego del pago de cupones y amortizaciones de esta semana. La deuda local había vuelto a caer 1,82% la última semana a pesar de que la situación de reservas del BCRA no había sido tan negativa como en las semanas previas. El mercado sigue de cerca la dinámica del BCRA en el MULC sabiendo que el segundo semestre del año es más complicado en términos de acumulación de reservas.

La buena rueda que tuvieron el miércoles los soberanos hard dollar, especialmente los títulos más cortos, puede explicarse en parte por la reinversión del pago de cupones y amortizaciones. Se estima que algo más de 10% de lo cobrado fue al sector público, principalmente el FGS y alrededor de 36% a inversores locales. Estos habrían cobrado en torno a USD 1.200 MM que podrían haberse volcado en el mercado en los mismos títulos.

El día jueves los bonos vuelven a tener otra rueda positiva impulsados por un contexto internacional muy favorable luego de conocerse el buen dato de inflación de junio en Estados Unidos (-0,1% mensual) que hizo que las tasas de los bonos del Tesoro americano a 2 y 10 años se desplomaran 14 y 10 pbs, respectivamente. Los bonos emergentes que venían de una muy buena semana en la que subieron 1,1% en promedio, extienden la suba y avanzan 0,8%. Es en este escenario constructivo para los créditos emergentes que los bonos locales rebotan 2,4% en promedio esta semana.

EMB vs. Globales vs Tasa Treasury 10yr (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base LSEG.

Con un segundo semestre estacionalmente complicado para el BCRA en términos de acumulación de reservas via MULC, la deuda seguirá lateralizando mientras no exista certeza sobre el ingreso de dólares de alguna fuente alternativa, ya sea un nuevo acuerdo con el FMI con fondos frescos, que vemos como poco probable o dólares del blanqueo de capitales que el gobierno estima podrían ser USD 2.000 MM. El real brasileño se apreció de 5,7 a 5,42 lo que juega a favor de la competitividad del tipo de cambio pero por otro lado el precio de la soja cayó acercándose a mínimos de 2020.

En el corto plazo seguimos prefiriendo diversificar la cartera con corporativos hard dollar que brindan un retorno estable en dólares, donde nos gusta TLC10 y YCA60 que actualmente rinden 7,6% y 8,8% (ambas son CCL y el canje actualmente se encuentra cercano a 0%). Por otra parte, también vemos conveniente la diversificación con bopreales, específicamente el serie 1A que valuado por el put afip rinde 23,6% contra cable. A mediano plazo, sin embargo, si Argentina no logra volver a los mercados difícilmente los títulos del BCRA sufran menos que los globales y bonares dado que operan con el doble de paridad prácticamente.

De todas formas, en un escenario en el que “todo sale bien” y se normaliza la curva de soberanos, el upside de los soberanos es considerable. Preferimos los bonos GD41 y AE38 que por un lado, dado la baja paridad resultan defensivos frente a un escenario adverso y por otro lado ofrecen tasas de cupón relativamente buenas.

Upside bonos hard dollar (cobrando cupones y amortización de enero 25)

Bono	TIRs actuales	Upside bonos hard dollar (cobrando cupones y amortización de enero 25)							
		TIR 15%		TIR 13%		TIR 11%			
		Precio al 30-4-25	Cupón + Amortización (Julio y enero)	Retorno al 30-4-25	Precio al 30-4-25	Retorno al 30-4-25	Precio al 30-4-25	Retorno al 30-4-25	
AL29	26,3%	68,6	\$ 11,00	37,2%	71,3	41,9%	73,9	46,4%	
GD29	25,6%	68,6	\$ 11,00	35,6%	71,3	40,2%	73,9	44,6%	
AL30	30,2%	63,6	\$ 12,74	48,1%	66,4	53,6%	69,4	59,4%	
GD30	28,2%	63,6	\$ 12,74	44,1%	66,4	49,3%	69,4	55,0%	
AL35	18,8%	55,8	\$ 3,88	35,6%	61,9	49,5%	69,5	66,8%	
GD35	19,3%	55,8	\$ 3,88	38,8%	61,9	53,0%	69,5	70,7%	
AE38	21,6%	61,3	\$ 4,63	47,7%	66,9	60,2%	73,8	75,7%	
GD38	19,9%	61,3	\$ 4,63	37,7%	66,9	49,4%	73,8	63,8%	
AL41	19,1%	51	\$ 3,50	37,6%	57	52,8%	64	70,5%	
GD41	18,9%	51	\$ 3,50	36,3%	57	51,3%	64	68,8%	
GD46	17,8%	52,3	\$ 5,59	26,4%	57,8	38,4%	64,5	53,0%	

EQUITY ARGENTINO

Se aproxima la temporada de balances: Nuestra expectativa

A partir de esta semana comienzan a reportar resultados las compañías argentinas. Podemos trazar, a grandes rasgos, cuáles son nuestras expectativas para cada uno de los sectores.

Oil & Gas: la primera en reportar fue **Vista Energy (VIST)** que reportó muy buenos resultados del 2T24: 40% de incremento en la producción total (19% frente al 1T24) y 46% en la de crudo (21% frente al 1T24). Los precios realizados estuvieron en línea con lo que esperábamos: levemente superiores. Costos de extracción subieron marginalmente. Reportó un EBITDA ajustado impresionante que se tradujo en un margen de EBITDA de 70%. Después de un 1T24 con FCF negativo y a pesar de acelerar inversiones y realizar un programa de recompra de acciones por US\$50 MM reportaron un FCF positivo de US\$8,3 MM. **Un muy buen trimestre para VIST.**




Lo mismo puede aplicarse para el caso de **YPF (YPFD)**, el cambio en la estrategia encarado por el management debería comenzar a reflejarse en resultados. Recordemos que como parte del plan se encuentra la venta de 55 áreas de producción convencionales (el llamado “Proyecto Andes”) para focalizar en la producción de shale-oil en la formación Vaca Muerta, un incremento de 65% en la producción para fines de 2025 y el desarrollo de otros proyectos como Vaca Muerta mendocina, Palermo Aike, Argerich (cuya primera perforación no arrojó resultados positivos). Así mismo los planes de expansión en el transporte de crudo (hoy uno de los cuellos de botella más importantes que enfrenta el sector) con las ampliaciones en la capacidad de evacuación de Oldelval y el proyecto del oleoducto Vaca Muerta Sur. Se suma a todo ello que tras la aprobación del RIGI queda abierta ya la puerta para comenzar a delinear el mega proyecto de una nueva planta de GNL (que muy probablemente se haga en conjunto con otros socios: Petronas, TGS....).

Para el caso de **Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)** esperamos también un buen balance. El incremento en la tarifa de transporte de gas natural (su segmento regulado) impactará de lleno en este trimestre rentabilizando significativamente dicho segmento de negocios. Su negocio de midstream (su propio gasoducto que colecta el gas extraído por productores de Vaca Muerta para centralizarlo en la planta de Tratayén, procesarlo y luego de allí inyectar a la red) debería continuar con su crecimiento; más aún dadas las inusuales bajas temperaturas que se han observado durante el trimestre. El negocio de líquidos esperamos que tenga un desempeño algo mejor que el del primer trimestre: de esta forma creemos que debería ser un buen trimestre para la compañía.


A mitad de camino entre **Oil & Gas** y **Reguladas** nos focalizamos en **Pampa Energía (PAMP)**, en líneas generales esperamos un trimestre similar al primero. Las razones se explican por lo siguiente: el negocio de generación, si bien han aplicado incrementos tarifarios en todos los segmentos (N1, N2 y N3) los mismos no redundarán en un mejor precio final para la compañía; simplemente representarán menores subsidios para el Tesoro Nacional. Pasando al segmento propiamente de Oil & Gas de la compañía, este se centra -hasta el momento- en la producción de gas natural. Al igual que ocurre con la generación de electricidad, el incremento en el PIST (gas en punto de entrada) tampoco redundaría en un incremento en precios realizados para la compañía; nuevamente se trata de menos subsidios que aporta el Tesoro Nacional.

Es dentro del segmento holding donde esperamos buenos resultados: su participación en TGS y Transener debería impactar positivamente dados los mejores resultados que esperamos para ambas compañías. **Como venimos sosteniendo desde hace varios meses**, Pampa Energía es una compañía que nos gusta mucho, es una apuesta a un plazo más largo puesto que su futuro se encuentra en la estrategia de focalizar en shale-oil a través del desarrollo del área Rincón de Aranda en la formación Vaca Muerta. Es un resultado que no será inmediato, pero que creemos que tiene un potencial enorme y comenzaría a impactar en los balances a partir de 2025. La posición financiera de la compañía le permite (bajo apalancamiento y mucha liquidez) le permite estar lista para continuar su plan de inversiones y además aprovechar potenciales oportunidades de M&A que puedan surgir.

 **Reguladas:** En este sector encontramos dos grupos: por un lado las distribuidoras y transportistas de gas y energía eléctrica que consideramos van a tener un buen trimestre. Por un lado se encuentra el incremento tarifario otorgado que impactará totalmente en el trimestre y, por otro, las inusualmente bajas temperaturas deberían traducirse en un mayor nivel de consumo tanto de gas natural como de electricidad. Si bien es cierto que el gobierno dió marcha atrás con la actualización mensual de las tarifas (se postergó la aplicación del esquema en mayo, junio y julio; y creemos que con una cartera de economía centrada en atacar la inflación, es probable que dicho esquema no se comience a aplicar sino hasta el año que viene) el incremento tarifario otorgado mejoró significativamente la rentabilidad de las empresas y, en conjunto con una inflación que ha ido desacelerándose, debería impactar en mayores ventas en términos reales, mejores márgenes y una mejor generación de caja. En este grupo incluimos a todas las distribuidoras de gas: **DGCU2, DGCE, GBAN, CGPA2, METR** y las de electricidad: **EDN**. Así mismo también a las transportistas de gas y electricidad: **TGSU2, TGNO4 y TRAN**.

Luego tenemos el grupo conformado por las generadoras de energía eléctrica, **Central Puerto (CEPU)** y **Central Costanera (CECO2)**, que como mencionamos anteriormente deberían tener un trimestre similar al primero puesto que los incrementos tarifarios no han sido significativos. Sí esperamos, tal vez, mayores niveles de generación por mayor demanda lo cual podría resultar en un nivel de ventas más elevado (mejora el Q pero P continúa aún pendiente de actualización).

Finalmente las concesionarias viales, **Autopistas del Sol (AUSO)** y **Grupo Concesionario del Oeste (OEST)** deberían presentar un resultado trimestral significativamente mejor al primero dado el incremento tarifario que se les otorgó.

 **Bancos:** Un trimestre que vendrá signado por los rasgos de la transición. Después del excelente 4T23 que reportó el sector (producto del salto discreto en el FX y su alta exposición a títulos públicos) y un muy buen comienzo de 2024, comenzarían a presentarse los desafíos para el sector. El negocio de prestarle al sector público ya no es lo rentable que fue con lo cual el negocio comenzará a pasar por lo que verdaderamente debe hacer un banco: intermediación financiera. El inconveniente que vemos aquí es que dada la caída en el nivel de actividad, cuesta que traccionen los préstamos. Por supuesto que a largo plazo el potencial es enorme -depósitos que se encuentran en 22% / PIB y préstamos en 9% / PIB, muy por debajo de cualquier país de la región- otorga unas perspectivas de crecimiento significativas. Pero durante los próximos trimestres veremos cómo los bancos intentan mantener el ROE (que venía siendo en promedio entre 30% a 35% anualizado) centrándose en el negocio de intermediación financiera.

En este sentido es importante destacar que una de las principales razones por las que se justificaban los múltiplos a los que cotizan los bancos argentinos (casi todos por encima de valor libros, con P/BV en promedio de 1,2 a 1,5) era justamente ese ROE elevado. La transición a un negocio en el que la principal fuente de ingresos sea la

intermediación financiera y el cobro de comisiones, al demorarse, debería impactar negativamente en el ROE y por tanto nos hace poner en duda la justificación de dichas valuaciones. Es por ello que creemos que en las últimas semanas el sector fue fuertemente castigado. Más allá del impacto que tendrá el desarme de los pasivos remunerados que ahora pasan al Tesoro, que también jugó un rol importante en la presión a la que estuvo sometida la cotización de las acciones de dicho sector.



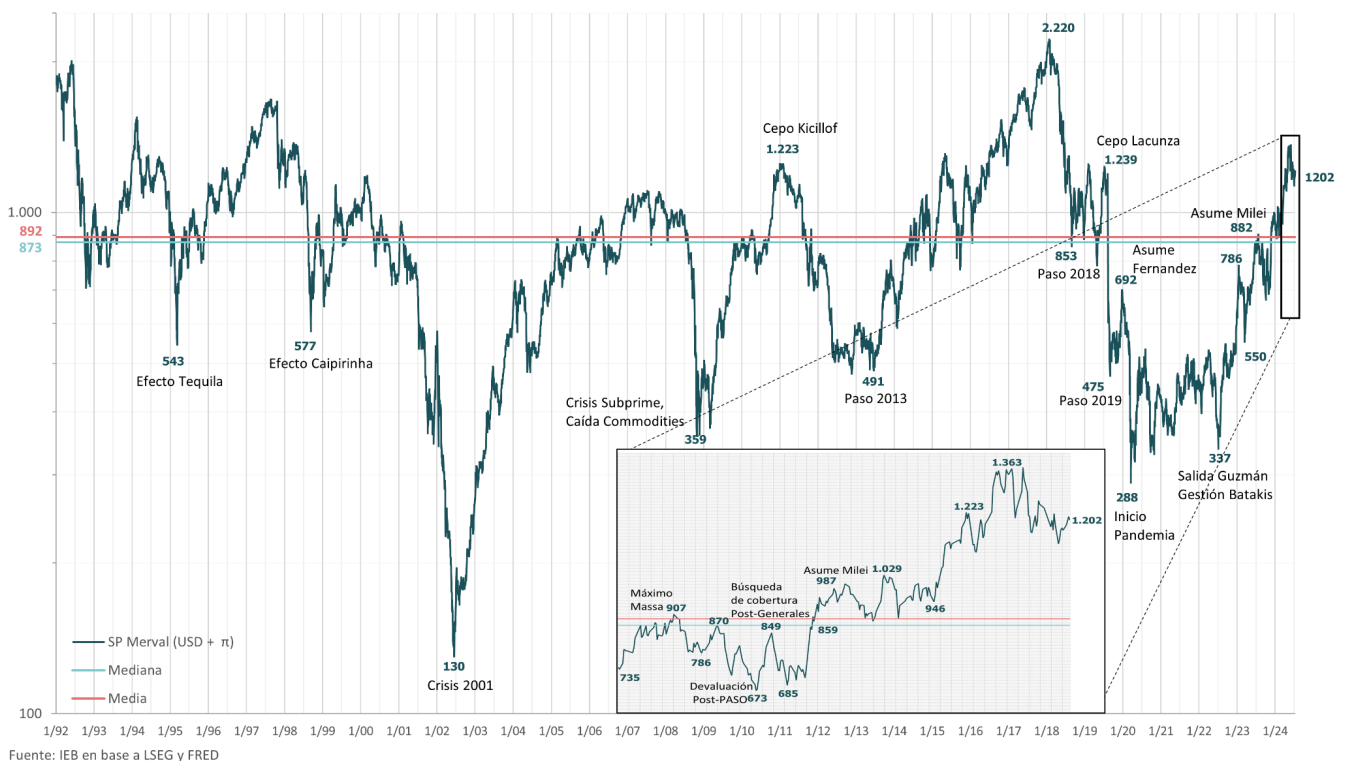
Materiales: Un sector que esperamos sentirá plenamente los efectos de la caída en el nivel de actividad. Sectores que son demandantes de los productos de las compañías: automotriz, construcción y metalurgia han mostrado una leve mejora -o tal vez sería mejor expresarlo como detención de la caída-, pero que no alcanza para recomponer la demanda de las empresas.

Es por ello que tanto en el caso de **Ternium Argentina (TXAR)** como el de **Loma Negra (LOMA)** y **Holcim Argentina (HARG)** esperamos volúmenes de ventas menores, algún deterioro en márgenes. Diferente sería el caso de **Aluar (ALUA)** dado que sus ventas son mayoritariamente (65% aproximadamente) al exterior, con lo cual escapan de cierta manera a la recesión local.

Breve repaso del “Semáforo del S&P Merval”

El “Semáforo del S&P Merval”, que presentamos en este [semanal](#) ha tenido alguna variación en su medición. Principalmente lo que concierne al clima político - económico que consideramos prudente pasarlo de verde a amarillo.

S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación de EE.UU.)



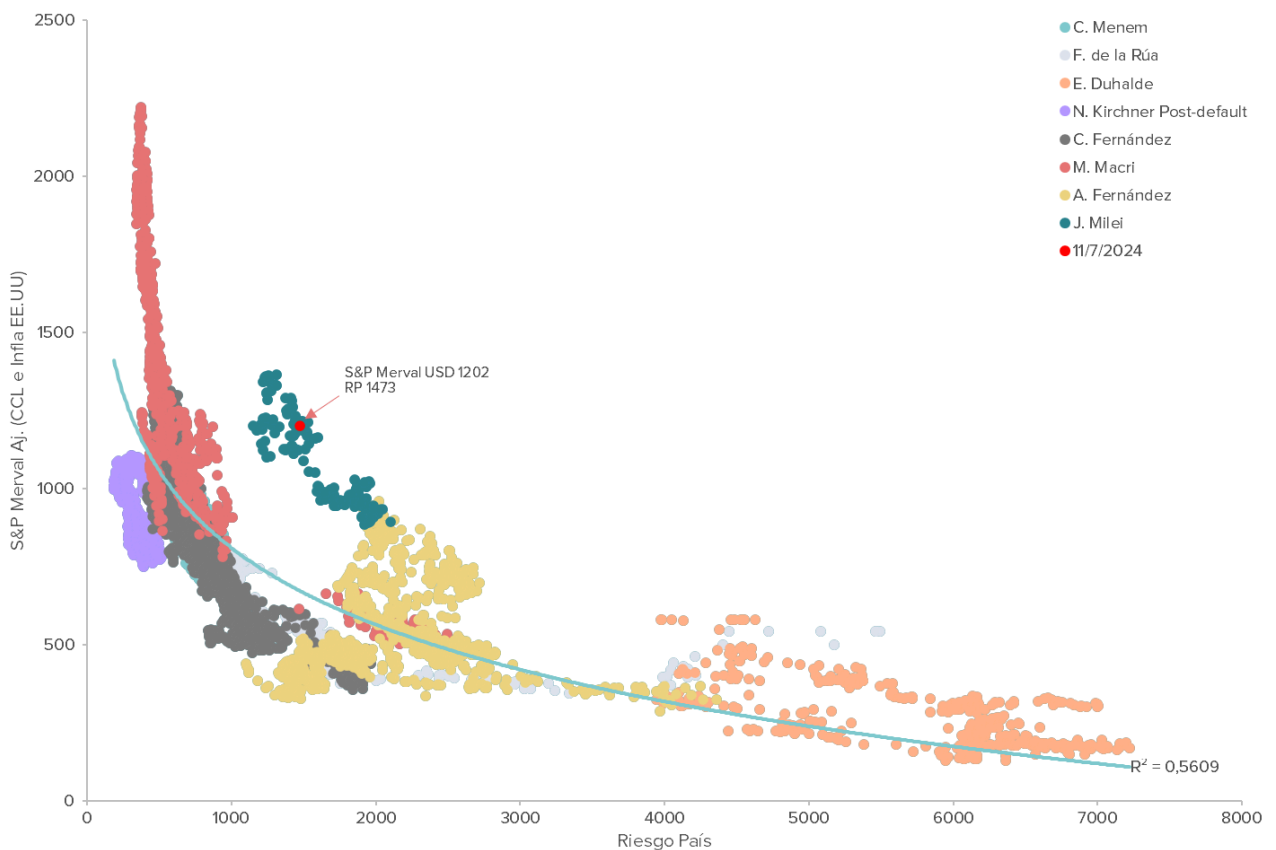
En el frente político el clima parece estar un poco más consolidado luego de aprobada la Ley Bases y firmado el Pacto de Mayo (¿o Julio?): nuestra opinión es que el mercado descontaba su aprobación y lo que sí hubiera sido una mala noticia es que algún escollo en el tratamiento hubieran desembocado en un traspíe para el gobierno, lo mismo que un fracaso en la firma del Pacto (que tiene más carácter simbólico que medidas concretas).

Correlación riesgo país niveles del S&P Merval (US\$ CCL)	●
Monitorear los flujos	●
¿Qué hacen los controlantes?	●
“Desvíos de liquidez”	●
Niveles de compra (puntos de entrada)	●
El clima político – económico	●
S&P Merval (AR\$) vs CCL	●

Lectura actual: 🚧 Cautela

Creemos que lo que aún preocupa al mercado es la dinámica de las reservas y el FX: por más que desde la cartera de economía han dejado en claro que una caída de las mismas durante el tercer trimestre, está dentro de los planes, la matemática del mercado es simple: si no se logra una fuerte acumulación de reservas en el cuarto trimestre, ¿cómo se hará frente al servicio de la deuda soberana en enero de 2025 (recordemos que representa una erogación de más de US\$4.500 MM)?, ¿Cuándo y de qué forma será la salida del cepo cambiario?.

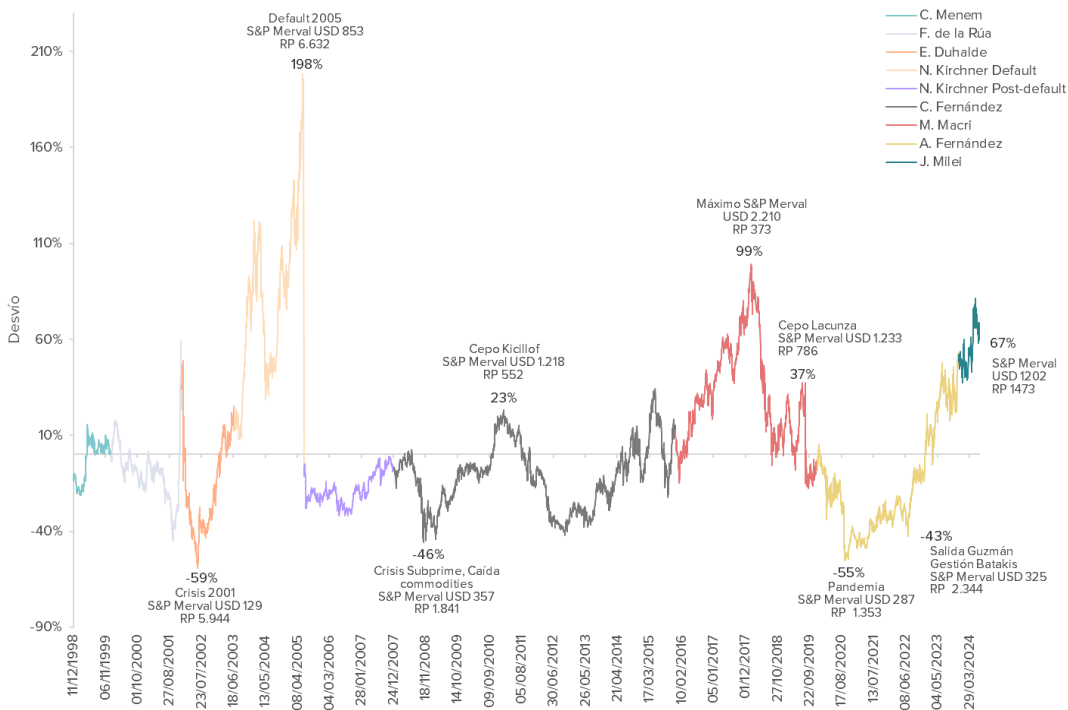
Correlación S&P Merval Aj. (CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País (deuda "performing")



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMADData.

Desde la actual administración han dejado claro que la misma sería en una tercera etapa puesto que en la fase dos, los esfuerzos se centrarán en el desarme de los pasivos remunerados (requisito indispensable para siquiera pensar en levantar el cepo cambiario). No obstante, esto presenta interrogantes y dudas para el mercado: como podría recuperarse la economía sin levantar el cepo.

Desvío S&P Merval contra Correlación histórico

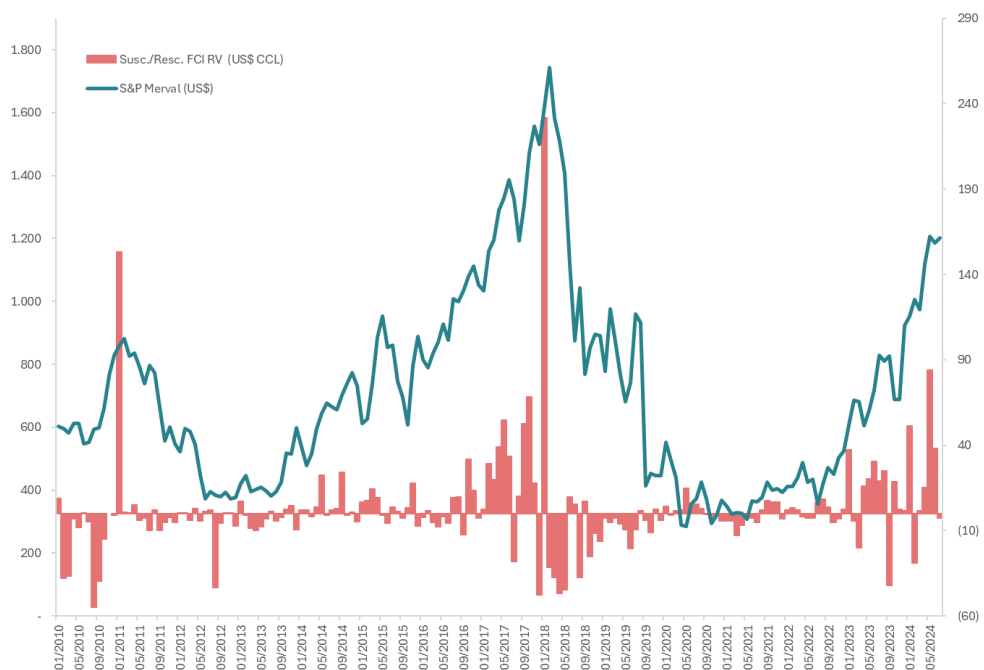


Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMAData.

Finalmente, la visión que tenemos sobre la deuda soberana argentina (lateralizando en niveles de US\$50 / US\$60, y focalizada en la evolución de las reservas) es, en definitiva, lo que creemos que se trasladará al mercado de equity. Como mencionamos anteriormente, el mercado de equity argentino se “adelantó” -tal vez demasiado pronto- a factorizar buenas noticias y quedó a la espera de que las mismas se materialicen.

Otro cambio en el semáforo es una reversión en los flujos a los FCI de renta variable: hay más cautela.

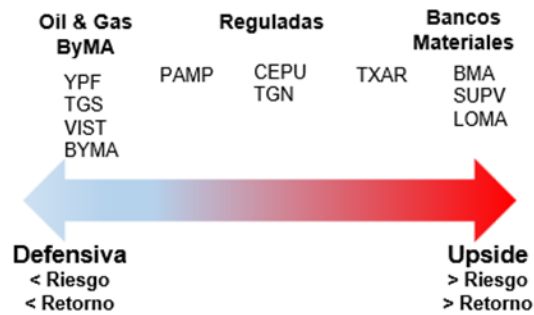
Flujos de FCI RV (US\$ CCL MM) vs. S&P Merval (US\$ CCL)



Fuente: IEB en base a CAFCI y ByMAData

Estrategia y Cartera

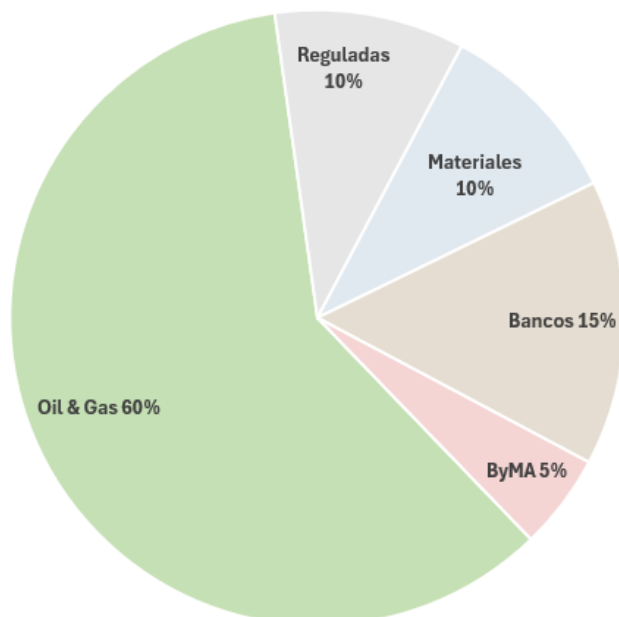
Nuestra estrategia en base a la lectura actual continúa siendo la misma y coherente con la cautela a la que apunta el semáforo.



Incremento en el porcentaje de Oil & Gas, mantenemos reguladas, materiales y BYMA y reducimos lo alocado a bancos.

Oil & Gas	Reguladas	Materiales	Bancos	Servicios Financieros
YPF	Central Puerto	Ternium Argentina	Banco Macro	ByMA
TGS	TGN	Loma Negra	Grupo Supervielle	
Vista Energy				
Pampa Energía				
60%	10%	10%	15%	5%

Alocación Sectorial



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

PEDRO AFFLITTO

Analista - Renta Fija

pafflitto@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Equity Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.