

2 de agosto de 2024

Argentina Weekly

Por qué la baja del dólar puede ser sostenible

- La historia económica de la Argentina, instaló una pesada herencia. Cada vez que la cotización de los dólares alternativos bajó, ha terminado siendo interpretado como la compresión de un resorte que acumula fuerza para saltar y terminar superando al máximo anterior. **Existe una versión crítica de la situación, que explica a la baja de los dólares financieros, como el efecto de la intervención realizada por el BCRA, pero asegurando el fracaso hacia el futuro por la pérdida de reservas.**
- **A nuestro juicio es un error focalizar el análisis sólo en el activo del BCRA y no tener una lectura de lo que viene ocurriendo con la situación patrimonial del BCRA.** Además, es importante destacar que a diferencia de lo que ocurría el año pasado, gran parte de las ventas en el MULC, se dan como resultado de una acelerada normalización en los pagos de importaciones.
- Si bien la situación patrimonial actual del BCRA es claramente mejor a la del inicio de la gestión del actual gobierno, aún no es la ideal para liberar el cepo. No obstante, **existen argumentos tanto del lado del activo como del pasivo del BCRA para poder proyectar que su situación patrimonial seguirá mejorando y de esa forma minimizar la probabilidad de un salto discreto del tipo de cambio oficial, al momento de abrir el cepo.**
- **La deuda soberana HD repunta esta semana con un rendimiento WTD promedio de 1,2%. El ministro habría dicho en la reunión que tiene cubiertos los vencimientos hasta enero de 2026 vía repos, con bonos como garantía.** Otra buena noticia fue el anuncio del gobierno acerca de un desembolso del BID por USD 647,5 MM que se hará en los primeros días de agosto. Además el comunicado del gobierno afirma que existe un acuerdo para nuevos préstamos por USD 2.915 MM previstos para el resto del año.
- Creemos que la brecha en estos niveles es de equilibrio y la estrategia de carry puede continuar. **Para esto seguimos prefiriendo la lecap de marzo (S31M5) que si la inflación baja en línea con las expectativas del gobierno podrían intentar una baja de tasas adicional de la cual se beneficiarían en mayor medida las letras largas.** Según algunos artículos de prensa el ministro Caputo habría dicho que esperan que la inflación de Julio sea la más baja en lo que va del año (4,2% Mayo) y que para Septiembre se aproxime a 1% o 0%.
- El mercado de renta variable continúa en corrección desde su último máximo a pesar del rebote temporal durante la rueda del miércoles. **La lectura de nuestro “Semáforo del S&P Merval” -a pesar de la corrección- continúa en modo cautela. Nuestra estrategia continúa siendo la misma, buscar upside con defensividad, lo que creemos se encuentra en el sector de Oil & Gas,** motivo por el cual sostenemos un fuerte posicionamiento en dicho sector, manteniendo inalterados los porcentajes alocados al resto de sectores.

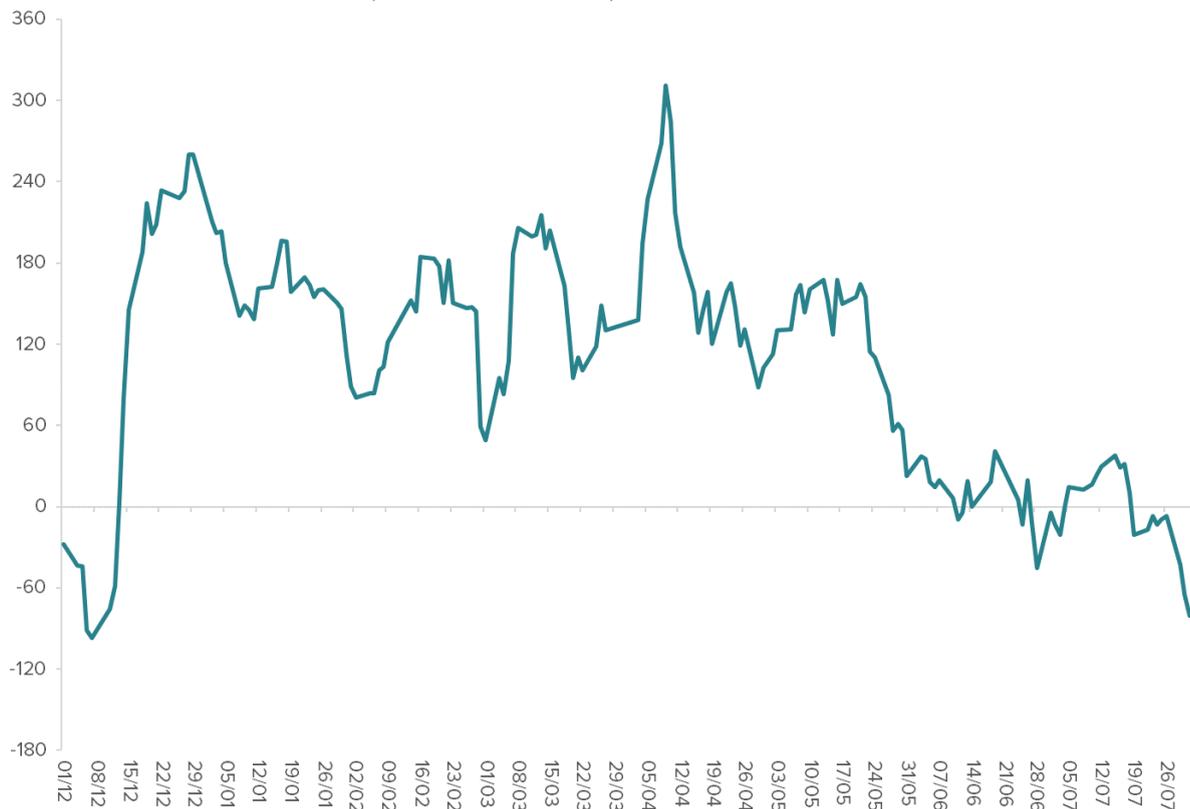
ECONOMÍA

La historia económica de la Argentina, instaló una pesada herencia. Cada vez que la cotización de los dólares alternativos bajó, ha terminado siendo interpretado como la compresión de un resorte que acumula fuerza para saltar y terminar superando al máximo anterior.

Luego que los denominados dólares financieros superaron el valor de \$/USD 1.400, el BCRA lanzó la fase 2 del programa económico, con el objetivo de acelerar el saneamiento de la situación patrimonial del BCRA. En el marco de dicho anuncio, sorprendió al mercado la decisión de esterilizar la emisión por compra de reservas y generó cierto debate que se tomase como fecha de referencia de la necesidad de esterilización, al cierre de abril del corriente año.

Existe una versión crítica de la situación, que explica a la baja de los dólares financieros, simplemente como el efecto de la intervención realizada por el BCRA, logrando el objetivo en el corto plazo, pero asegurando el fracaso hacia el futuro, dada la pérdida de reservas. Quienes sostienen dicha versión, focalizan su atención en el ritmo de acumulación de las reservas.

Intervención del BCRA en MULC (media móvil 5 ruedas) - USD MM



Fuente: IEB en base a BCRA

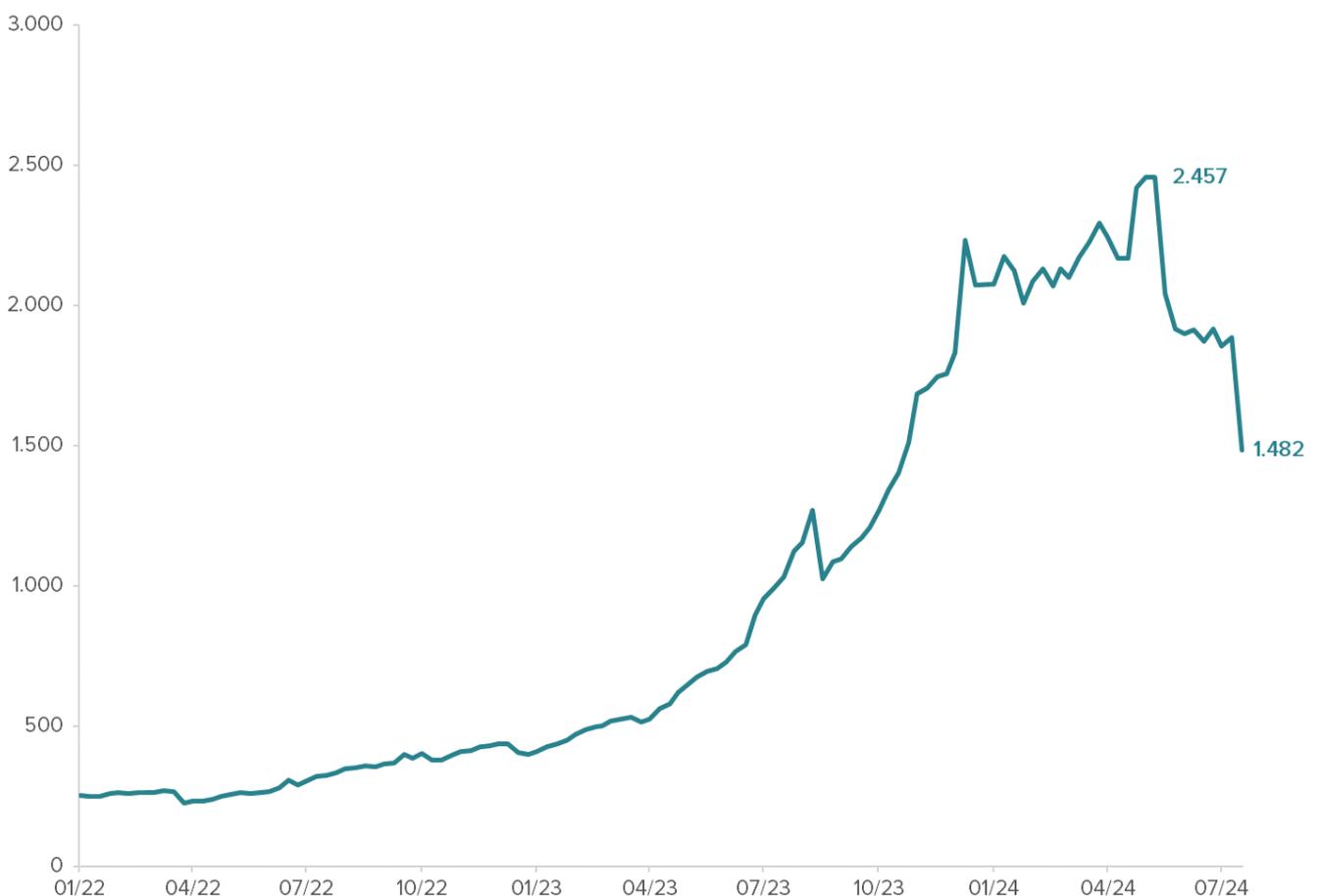
A nuestro juicio es un error focalizar el análisis sólo en el activo del BCRA y no tener una lectura de lo que viene ocurriendo con la situación patrimonial del BCRA. Además, es importante destacar que a diferencia de lo que ocurría el año pasado, gran parte de las ventas en el MULC, se dan como resultado de una acelerada normalización en los pagos de importaciones.

Como ya es de público conocimiento, el objetivo central de la fase 1 fue la eliminación del déficit fiscal, lo cual permitió el cierre de la canilla que inundó de pesos a la economía durante los últimos años. Adicionalmente, el BCRA compró prácticamente la mayoría de los PUTs en manos de los bancos, lo cual cierra otra canilla de potencial expansión. A estas medidas, fue crucial la eliminación de los pasivos mediante la instrumentación de las LEFls y adicionalmente lo comentado sobre la esterilización de los pesos generados por la compra de reservas.

El concepto central que queremos compartir en el presente reporte, es la dinámica que ha tenido la situación patrimonial del BCRA a través de nuestro “modelo propietario” con el cual procesamos la información suministrada por los balances sintéticos semanales del BCRA.

Es importante aclarar que este modelo no tiene como objetivo definir cuál debería ser el valor del tipo de cambio, sino que nos sirve como “benchmark” interno para interpretar cuál podría ser un valor razonable del CCL, en un contexto de apertura del cepo, acorde a la situación patrimonial del BCRA. En el gráfico se puede apreciar que, al inicio de la gestión del gobierno, la situación del BCRA nos sugería un valor de referencia de $\$/\text{USD}$ 2.000, que el crecimiento de los pasivos remunerados llevó al mismo, a un máximo de $\$/\text{USD}$ 2.457, mientras que de acuerdo a la última información disponible, nuestra benchmark nos sugeriría un valor de referencia para el CCL que se ha reducido a $\$/\text{USD}$ 1.482.

Benchmark CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

¿Cuáles son las conclusiones a las cuales nos lleva la dinámica de nuestro modelo?

- 1) En línea con lo planteado por el presidente Milei, lo cual sintetiza que son gobierno de “libertarios” y no de “liber tarados”, una apertura del cepo al inicio de la gestión, dada la situación patrimonial del BCRA, llevaba al país a una situación claramente traumática.
- 2) De no cortar el crecimiento de la emisión endógena, causada por los pasivos remunerados, el superávit fiscal no alcanzaba para poder generar un modelo convergente, sino que la situación era cada vez más explosiva.
- 3) La combinación de los esfuerzos realizados durante la fase 1 y 2, llevan a que una apertura del cepo en las actuales circunstancias del BCRA, provocaría una situación claramente menos traumática, pero que aún no están las condiciones ideales para hacerlo.

Planteadas estas conclusiones, la pregunta que surge automáticamente es **¿podrían generarse las condiciones como para instrumentar una apertura del cepo minimizando la probabilidad de un salto discreto en el tipo de cambio oficial?** La respuesta a dicha pregunta intentamos contestar mediante una proyección de lo que podría ocurrir con la situación patrimonial del BCRA.

Del lado del pasivo la situación es muy clara, las canillas están prácticamente cerradas, sólo quedaría un riesgo potencial acotado por los PUTs que el BCRA no pudo comprar. Más allá de lo que podría ocurrir en julio, donde el Tesoro volvería a lograr superávit primario, pero probablemente no alcance superávit financiero, por la abultada acumulación de pagos de servicios de la deuda, el resto de los meses mantendría el superávit financiero, lo cual reduciría el stock de pasivos del BCRA. De sostenerse el ritmo actual del ajuste fiscal, el Tesoro podría encontrarse absorbiendo al menos alrededor de \$1 BB por mes.

Del lado del activo, el equipo económico se ha mostrado muy optimista con respecto a la llegada de dólares por parte de organismos internacionales en concepto de devoluciones, esperando aproximadamente USD 1.200 MM que compensarán lo pagado durante el mes pasado. En esta línea, el Banco Interamericano de Desarrollo aprobó el desembolso de USD 650 MM que irán directamente a engrosar las reservas del BCRA, siendo parte de un acuerdo que podría ingresar USD 2.195 MM adicionales para lo que resta del año.

A su vez, el gobierno espera que a medida que nos alejemos del invierno, las necesidades de importación de energía disminuyan, por lo que la balanza comercial energética se tornaría positiva y le daría un empujón importante a la acumulación de divisas por parte del BCRA.

Se espera que el BCRA pueda seguir acumulando reservas a través del blanqueo de capitales. Debido a que los fondos declarados deberán ser depositados en bancos locales en una Cuenta Especial de Regularización de Activos (CERA), las reservas brutas se incrementarán al menos temporalmente, a través de los encajes.

Adicionalmente, en la medida que continúe existiendo brecha cambiaria, la autoridad monetaria podrá continuar con su estrategia de compra de dólares en el MULC y venta en los mercados financieros. De esta forma, podrá continuar incrementando su activo por el diferencial entre el CCL y el tipo de cambio mayorista, esterilizando por completo los pesos emitidos para la compra de divisas.

Por lo tanto, existen argumentos tanto del lado del activo como del pasivo del BCRA para poder proyectar que su situación patrimonial siga mejorando.

DEUDA EN PESOS

Dada la expectativa de baja inflación se puede ver como muchos inversores han decidido vender sus posiciones en CER que caen un **-3,43% promedio WTD** ya con TIRs positivas a lo largo de toda la curva y la parte media y larga con rendimientos en torno a **CER+13%**. Debido a la caída y la estabilidad del dólar esta semana muchos optaron migrar a Letras para hacer carry, como consecuencia esta estrategia ha generado una compresión de la curva Lecaps que acumulan un 2,42% promedio semanal y un 4,04% para las letras de 2025. Según algunos artículos de prensa el ministro Caputo habría dicho que esperan que la inflación de Julio sea la más baja en lo que va del año (4,2% Mayo) y que para Septiembre se aproxime a 1% o 0%. También habría dicho que esperan un dólar CCL más cerca de los \$1.100. Aquellos que compartan la visión del gobierno seguirán viendo valor en continuar con la estrategia del carry especialmente con la S31M5.

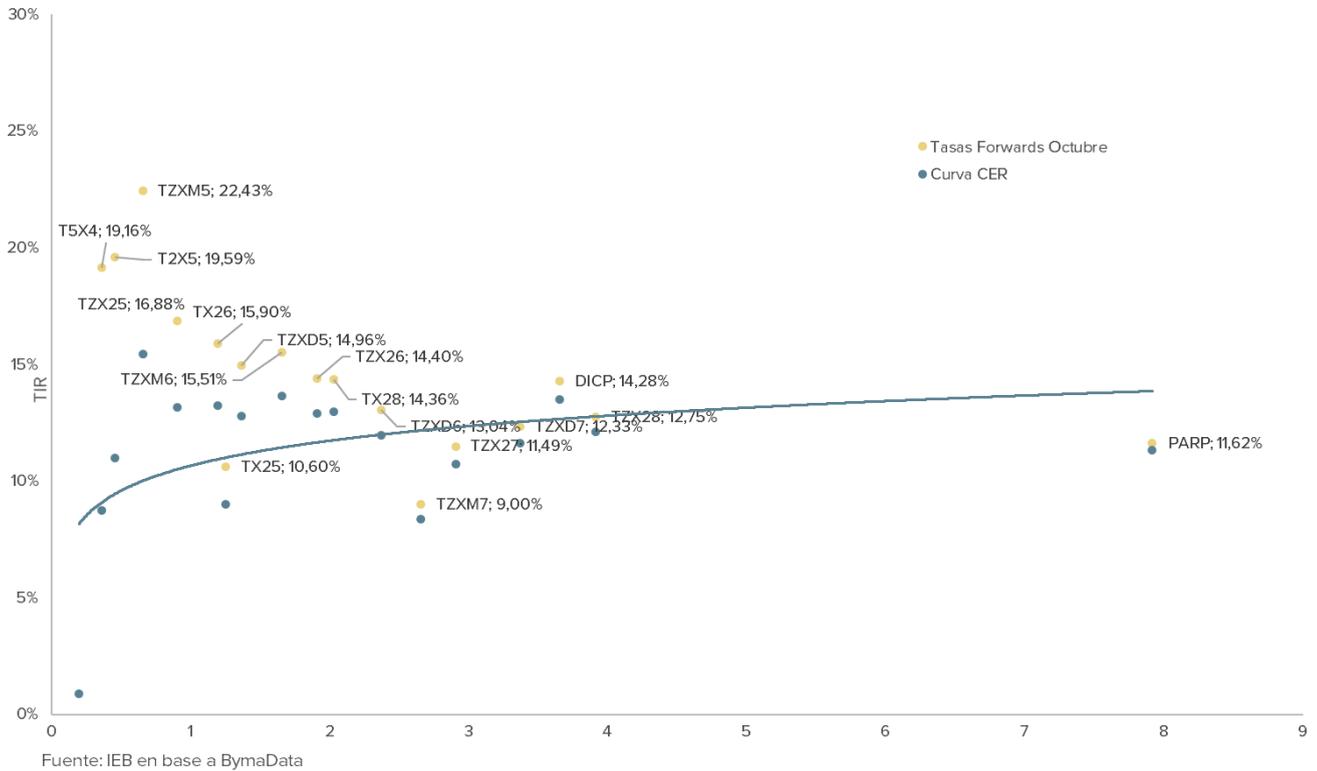
El Tesoro anunció el martes que ofrece un canje a los bancos para los bonos CER sobre los que tenían puts. Son 9 los títulos elegibles, entre los cuales se encuentran: TX25, TZXD5, TZXM6, TZX26, TZXM7, T3X5, T4X4, T2X5 y T2X5. El canje se estuvo llevando a cabo en el día de ayer y liquida T+2 (lunes 5 de agosto). El atractivo del canje no vendría como se especulaba en ofrecer activos de menor duration sino que viene por el lado de la liquidez, dado que ofrece solo 5 activos concentrando el outstanding en menos títulos. Los bonos a entregar incluyen 4 bonos CER y la Lecap de marzo. Los bonos elegibles son tomados a valor técnico pero los precios de los entregables están por arriba del secundario por lo que si existe un premio no sería significativo.

Canje de bonos para Bancos									
Título elegible	TX25	TZXD5	TZXM6	TZX26	TZXM7	T3X5	T4X4	T2X5	T2X5
Precio Ofrecido	928	157,5	126,7	213,1	118,2	446,4	532,2	536,3	536,3
Precio Secundario	847,8	133	102	168,25	95	434,6	532,9	516,5	516,5
Diferencia	9,5%	18,4%	24,2%	26,7%	24,4%	2,7%	-0,1%	3,8%	3,8%
Título a entregar	TZXD6			TZXD7		TZX25	TZXD5		S31M5
Precio Ofrecido	130,8	138,1	143,8	138	147,6	167	136	140,8	115,6
Precio Secundario	120,0	120,0	120,0	108,3	108,3	155,55	133	133	114,2
Diferencia	-8,26%	-13,11%	-16,55%	-21,52%	-26,63%	-6,86%	-2,21%	-5,54%	-1,22%
Ganancia/Perdida	0,42%	2,90%	3,66%	-0,60%	-8,71%	-4,33%	-2,33%	-1,92%	2,57%

Fuente: IEB en base a Mecon

La curva CER sigue desplazándose hacia arriba y ya se ubica en niveles históricos promedios. Si observamos las tasas forwards el tramo medio luce tentador, al menos para quienes deseen estar cubiertos contra la inflación. Las tasas forwards podrían ser consistentes con rendimientos de levantamiento del cepo y de normalización de acceso a los mercados internacionales (bonos HD con TIRs de 10%). La tasa forward del TX26 a octubre se ubica en 15% por ejemplo. De todas formas los flujos no revierten la tendencia y continúa habiendo rescates de los fondos CER por lo que la corrección podría extenderse. Además los datos de alta frecuencia vienen mostrando una desaceleración más abrupta a la esperada semanas atrás (Alphacast midió 3% para julio) y si vamos hacia inflación cero, el rendimiento real de los bonos CER podría ser mayor en el corto plazo. Por otra parte existe el riesgo de desarme de posiciones CER en manos de los bancos luego de la venta de los puts, aunque todavía no hemos visto evidencia de ello.

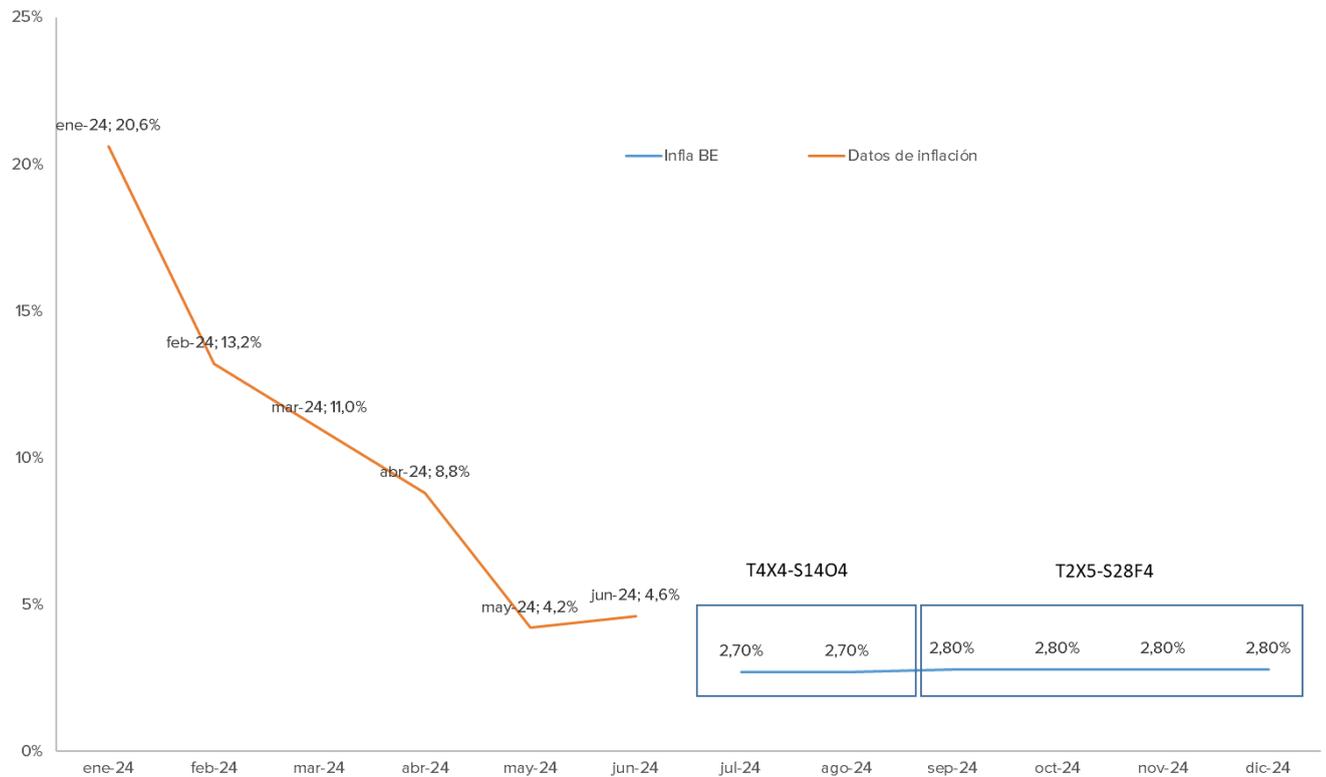
Curva CER forward a octubre



El mercado recalibra las expectativas inflacionarias frente a los datos de alta frecuencia y las declaraciones de los funcionarios. Esto se evidencia en la compresión de la curva de Lecaps y la corrección de la curva CER que se extiende una semana más. **Actualmente la inflación breakeven que arrojan estas curvas es de 2,7% promedio mensual para julio y agosto, mientras que para los últimos 4 meses del año se ubica en 2,8%.** Apenas una semana atrás la inflación implícita en los títulos se ubicaba en 3,9% para los últimos meses del año. Si bien se redujo considerablemente, aun sigue mostrando un sendero resiliente a la baja lejos de las expectativas del gobierno que espera una inflación de 0% para final de año. **En este sentido todavía existe valor en la curva de Lecaps en relación a los bonos CER cortos.**

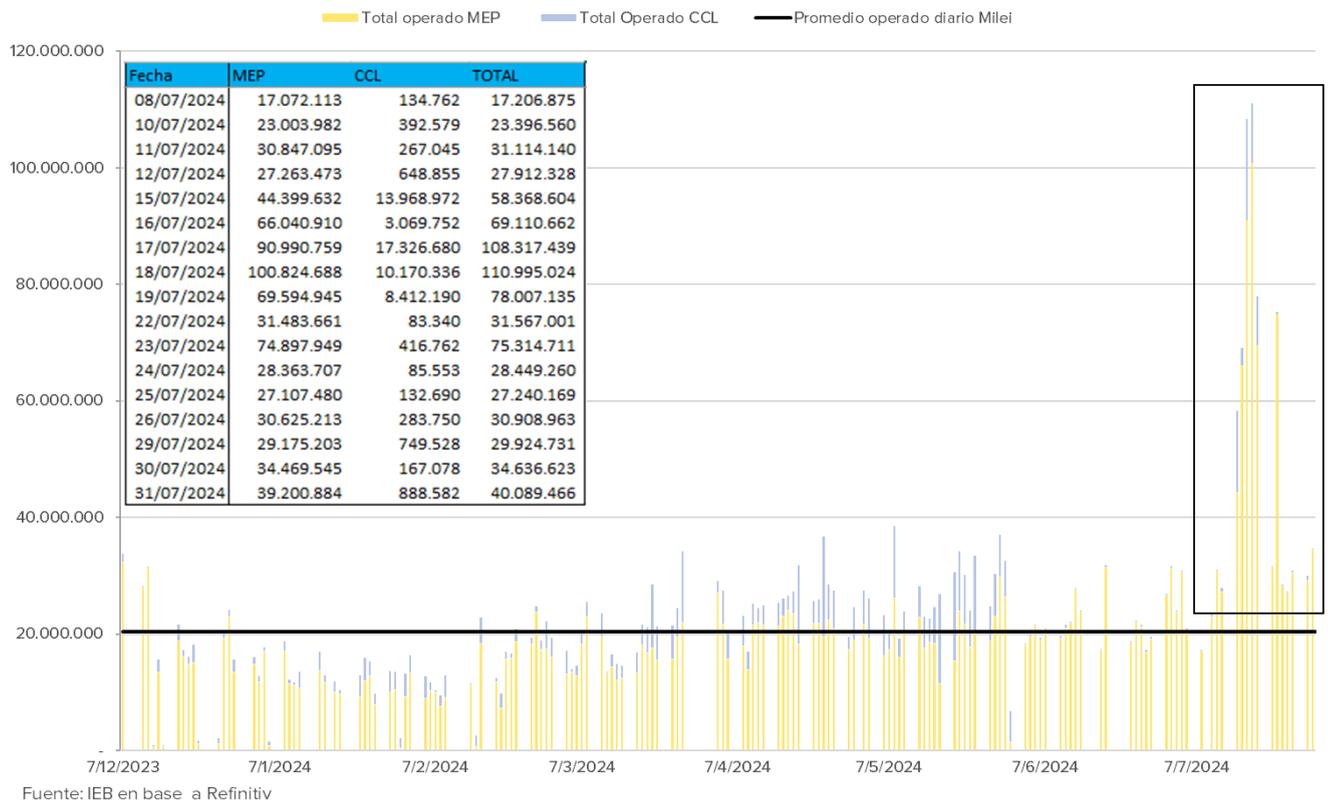
Con respecto a la industria de fondos, se siguen viendo rescates de los fondos CER que durante julio acumularon salidas por \$175.000 MM mientras que los fondos DL volvieron a tener flujos positivos por \$129.000 MM. Los T+1 por su parte tuvieron suscripciones por \$62.800 MM durante este periodo.

Inflación Breakeven Lecap-CER



La curva de Lecaps vuelve a comprimir ofreciendo un retorno en dólares importante. El CCL se mantuvo estable durante esta semana, con la brecha ubicándose en 40%. La caída abrupta que viene teniendo la brecha es por una oferta genuina según los montos operados contra cable y MEP de AL30 y GD30. Esta semana el volumen diario operado se ubica en niveles en línea con el promedio por lo que no parecería existir influencia del central en los dólares financieros. Creemos que la brecha en estos niveles es de equilibrio y la estrategia de carry puede continuar. **Para esto seguimos prefiriendo la Lecap de marzo (S31M5) que si la inflación baja en línea con las expectativas del gobierno podrían intentar una baja de tasas adicional de la cual se beneficiarían en mayor medida las letras más largas.**

Volumen operado en MEP y CCL (desde 7/12/23)



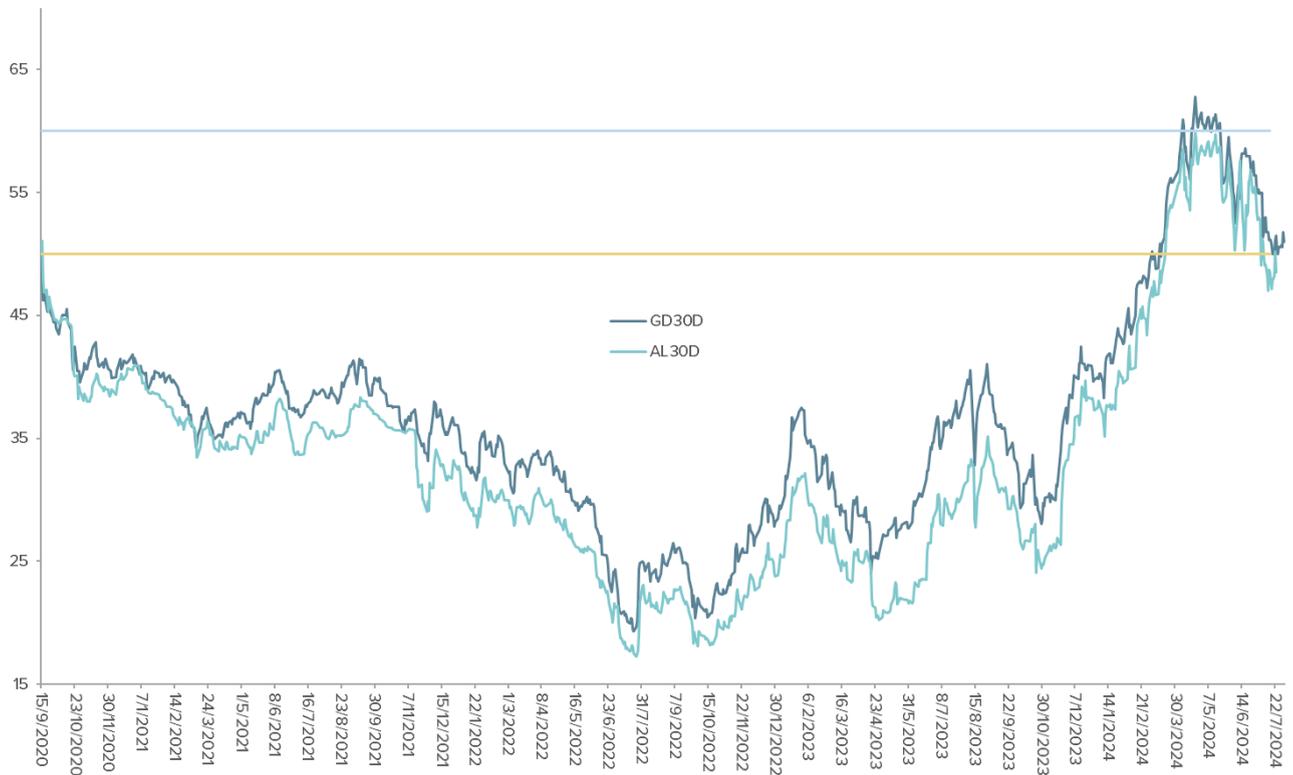
DEUDA EN DÓLARES

La deuda soberana HD repunta esta semana con un rendimiento WTD promedio de 1,64%. Luego de la reunión de Caputo con los ALyCs parecería que el mercado está un poco más convencido de que “las deudas se pagan” como diría el presidente. El ministro habría dicho en la reunión que tiene cubiertos los vencimientos hasta enero de 2026 vía repos, con bonos como garantía.

Los bonos con el mejor rendimiento semanal son el AL29, AL35 y GD41 que suben un 2,81% promedio. Habrá que esperar a ver si este pequeño respiro positivo perdura en el tiempo o si la pérdida de reservas que viene acumulando el BCRA se termina imponiendo. Otra buena noticia para los bonos fue el anuncio del gobierno acerca de un desembolso del BID por USD 647,5 MM que se hará en los primeros días de agosto. Además el comunicado del gobierno afirma que existe un acuerdo para nuevos préstamos por USD 2.915 MM previstos para el resto del año.

En la rueda de ayer las paridades vuelven a retroceder en línea con el resto emergentes que caen 0,35% medido a través del EMB ETF. De esta forma, la deuda soberana cierra julio con una caída de 4% en promedio a pesar del buen desempeño de emergentes que subieron 2,2%. **El mercado continúa enfocado en la dinámica de las reservas que continúa sobreponiéndose a los buenos resultados fiscales, a la desaceleración de la inflación y las reformas estructurales que la actual administración logró pasar en el congreso.**

GD30D y ALD30 Precio clean



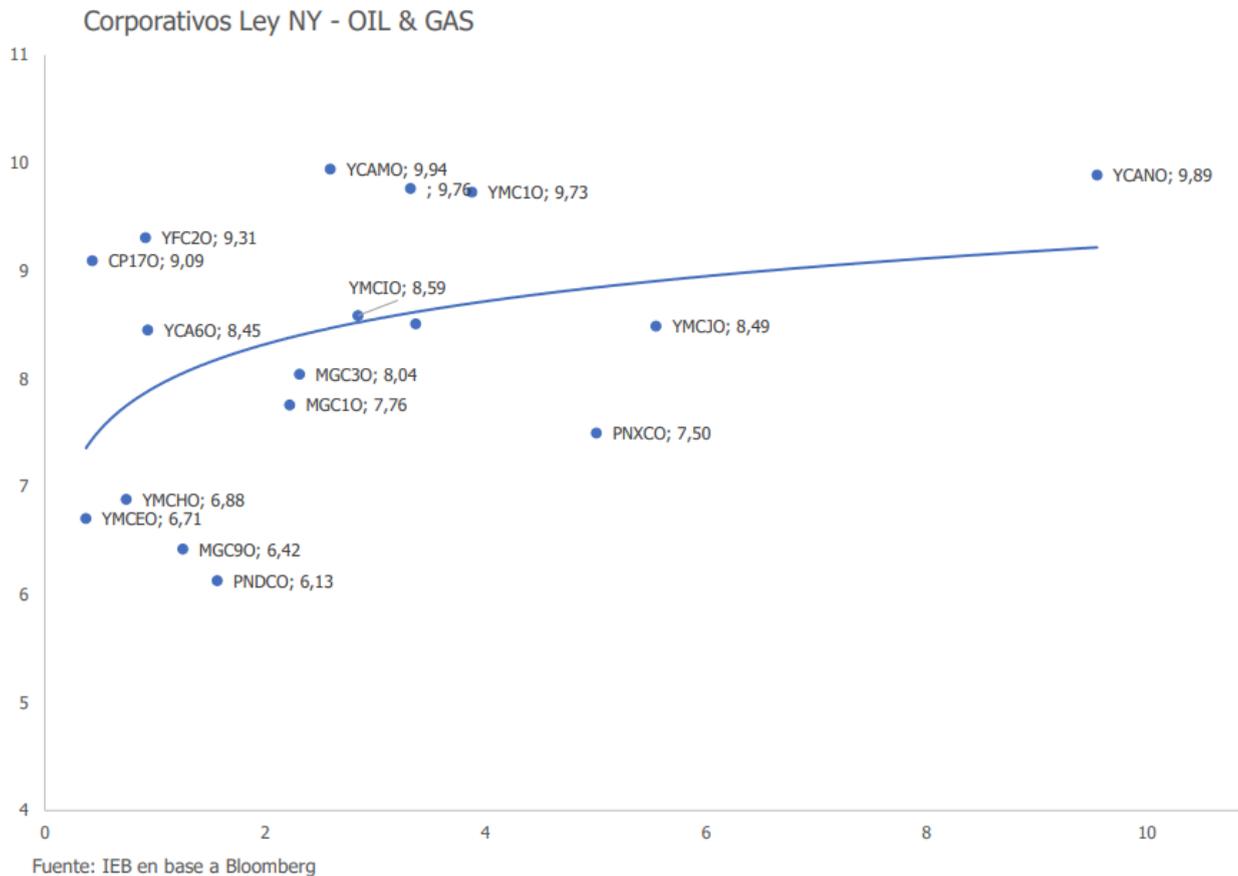
Fuente: IEB en base a LSEG.

La performance del central en el MULC se deterioró notablemente en los últimos días en lo que es la peor racha negativa de la actual gestión. La autoridad monetaria tuvo que vender en las últimas seis ruedas desprendiéndose de USD 405 MM, cerrando julio con un saldo negativo de USD 182 MM (contra ventas por USD 469 MM en julio 2023). Esta dinámica se explica en gran parte por una demanda privada muy elevada, ya que la oferta se encuentra en niveles normales con el agro liquidando en valores en línea con el promedio histórico. El aumento de la demanda viene en parte por la normalización del acceso al MULC con un flujo equivalente al 100% de las importaciones como también por importaciones estacionalmente altas de energía que en junio requirieron USD 700 MM. Esto último podría revertirse en el corto plazo con la finalización del invierno. Finalmente existe un mayor acceso por parte de empresas y provincias al mercado de cambios para el pago de sus deudas.

Por otra parte creemos que el central no vendió dólares contra MEP y cable en estas últimas ruedas, al menos no en volúmenes significativos. Las reservas brutas cayeron en parte por el pago de amortización del bopreal serie 2 que pagó USD 167 MM y vencimientos con organismos internacionales por USD 69 MM.

Seguimos creyendo que es conveniente reducir la exposición a globales y bonares diversificando con riesgo privado o bopreales. Los bopreales de menor duration volvieron a demostrar ser defensivos en este contexto adverso. Los strips del serie 1 al poder usarse para el pago de impuestos no deberían estar tan influenciados por la dinámica de las reservas. **Con respecto a las ONs preferimos las Ley NY dado que permiten beneficiarse del canje actualmente negativo.** Para quienes se encontraban en ONs cortas de YPF como YCA60 creemos conveniente estirar duration dado una ampliación en el spread de rendimientos. Nos gusta la ON YCAMO (julio 2027) que está rindiendo 9,9% contra 8,45% de la YCA60.

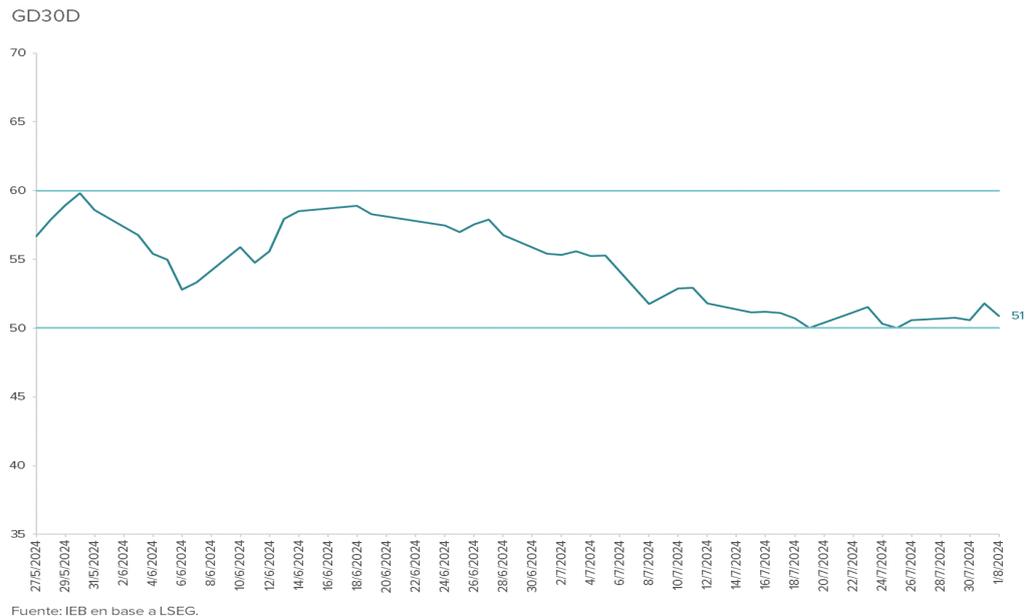
Para quienes tengan bonos soberanos cortos (2029 y 2030) recomendamos estirar duration a GD35 y GD41 debido a la baja paridad. Ante un escenario adverso estos resultan más defensivos mientras que si todo sale bien son los que ofrecen un mayor upside frente a una compresión de la curva.



EQUITY ARGENTINO

La corrección en el mercado de renta variable argentino continuó durante la semana excepto por un temporario rebote durante el miércoles. Así, de máximos de 1.367 puntos, el S&P Merval llegó a corregir al cierre del jueves: un 16,3%.

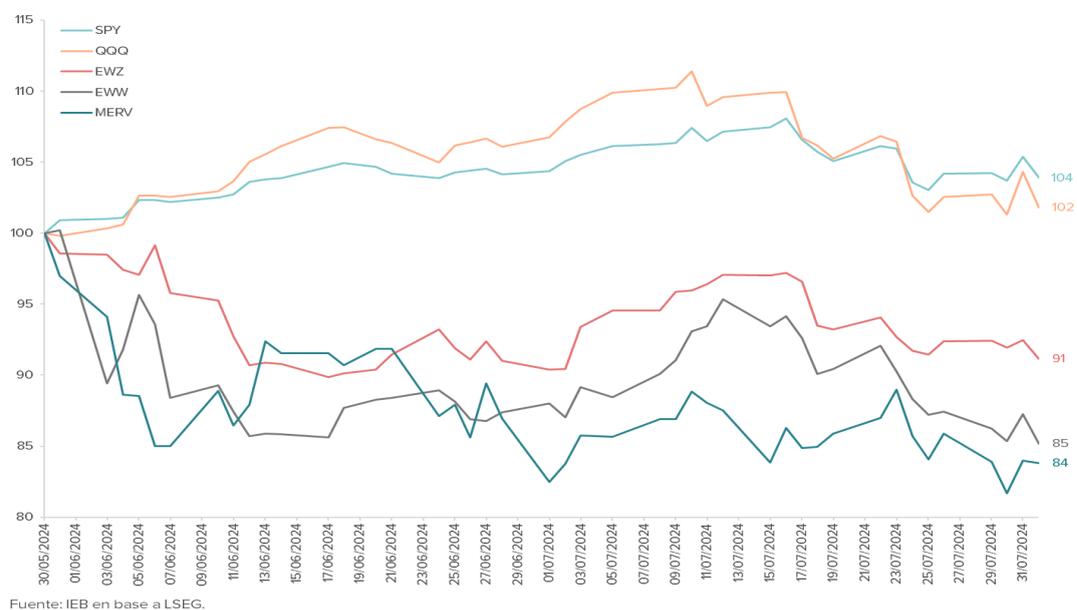
Es aún difícil especular cuándo podría darse un cambio de tendencia. Principalmente nos enfocamos en cuatro aspectos: En primer lugar, la tendencia de recuperación de la deuda soberana (con su consecuente baja del riesgo país) debería continuar para dar aire a un nuevo impulso sostenido del mercado de equity.



En segundo lugar, la actividad económica sigue afectando negativamente a muchas de las compañías argentinas; sobre todo a aquellas que se comportan de manera cíclica (acero, cemento, telecomunicaciones y consumo masivo).

En tercer lugar, el momentum negativo para el equity global en general (del que el S&P Merval no escapa):

Equities vs. S&P Merval USD CCL (base 100 = 30/05/2024)

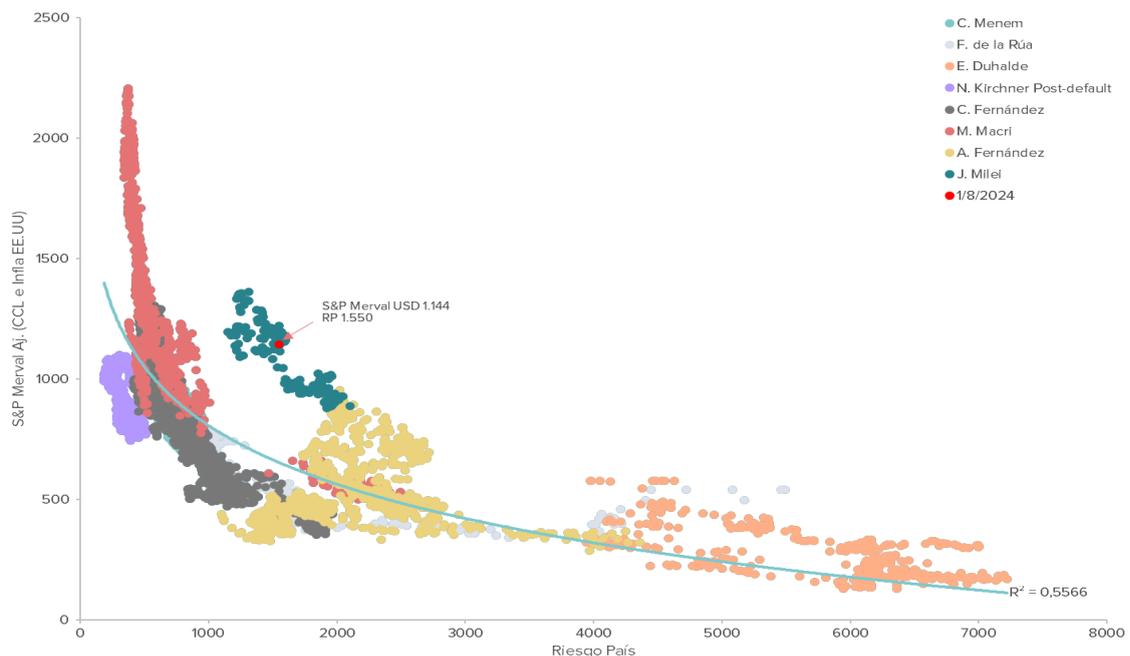


Finalmente, para el sector Oil & Gas será determinante la evolución del precio del Brent; durante julio, los futuros del crudo tuvieron una fuerte contracción lo que ha impactado directamente en las cotizaciones de las empresas del sector; con un nuevo evento político en ciernes en Medio Oriente y su impacto en la cotización de los futuros del petróleo podría iniciarse un sendero de recuperación de precios que continúe impactando positivamente en las empresas del sector.



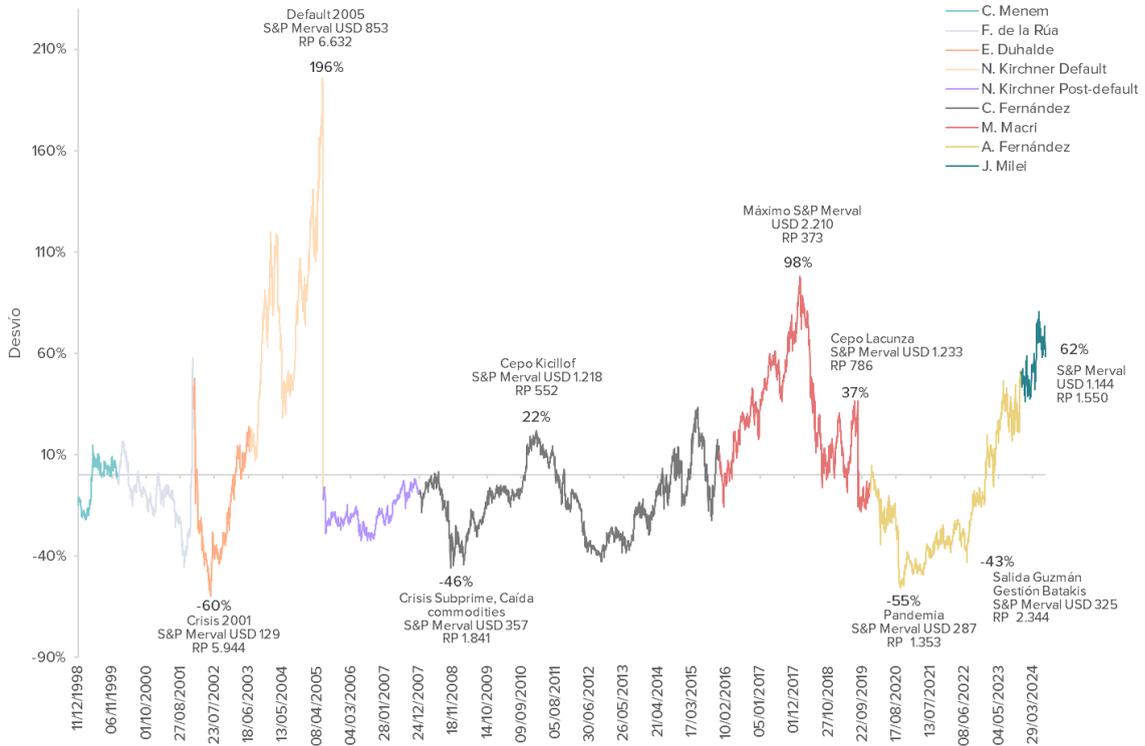
Como hemos mencionado en numerosas oportunidades, el equity argentino opera con un beta muchísimo mayor al de la deuda soberana: obviamente por tratarse de renta variable, pero también porque creemos que ha descontado expectativas positivas tal vez en forma un poco apresurada.

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



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMADData.

Desvío S&P Merval contra Correlación histórico



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMAData.

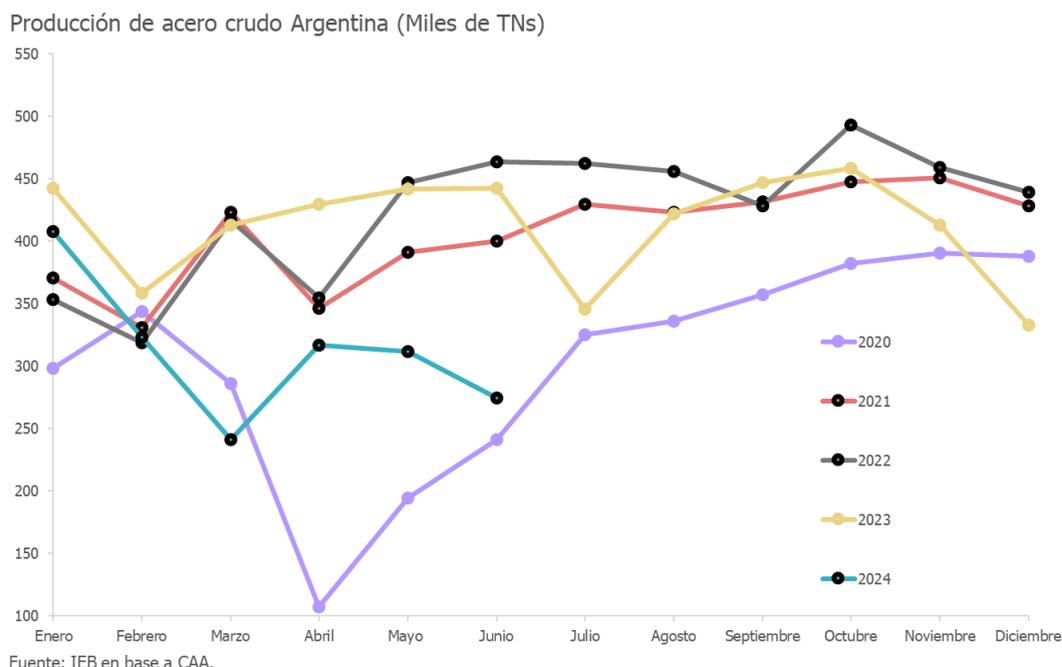
En la lectura de la correlación entre los niveles de riesgo país asociados y el S&P Merval (US\$ CCL) observamos que a pesar de la corrección más significativa que tuvo el mercado de equity, el desvío contra la línea de tendencia continúa siendo elevado, ubicándose en 62%.

Esta semana ha comenzado la temporada de balances con la presentación de resultados de Ternium Argentina (TXAR) y MercadoLibre (MELI):

Calendario de presentación de Resultados				
A definir	Martes 30/07	Miércoles 31/07	Jueves 01/08	Viernes 02/08
Lunes 05/08	Martes 06/08	Miércoles 07/08	Jueves 08/08	Viernes 09/08
Lunes 12/08	Martes 13/08	Miércoles 14/08	Jueves 15/08	Viernes 16/08
Lunes 19/08	Martes 20/08	Miércoles 21/08	Jueves 22/08	Viernes 23/08

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

En el caso de **Ternium Argentina (TXAR)**, se siente nuevamente fuerte el impacto en la caída de la actividad económica. Los despachos de acero cayeron un 27% en el 2T24 comparados con el 2T23 (aunque se recuperaron un 17% frente al 1T24). Las ventas (medidas en US\$ A3500, la moneda funcional de TXAR) cayeron 39% frente al 2T23; en parte explicadas por la caída de actividad, por la devaluación del peso ocurrida en diciembre de 2023 y menores precios realizados del acero.



Así el margen bruto se desplomó a 11% frente al 33% reportado en el 2T23, el operativo resultó negativo en un 1% (frente a 23% en el 2T23) y el de EBITDA en 9% (frente a 27% en el 2T23 y 22% en el 1T24).

Estado de Resultados (US\$ MM)	2T23	1T24	2T24	% vs 2T23
Ingresos por ventas netos	\$ 861	\$ 523	\$ 524	-39%
Costos de ventas	-\$ 576	-\$ 382	-\$ 467	
Resultado Bruto	\$ 285	\$ 142	\$ 57	
- <i>Márgen bruto</i>	33%	27%	11%	
Gastos de comercialización	-\$ 39	-\$ 21	-\$ 23	
Gastos de administración	-\$ 42	-\$ 31	-\$ 37	
Otros ingresos (egresos) operativos netos	-\$ 3	-\$ 0	-\$ 0	
Resultado operativo	\$ 201	\$ 90	-\$ 3	
- <i>Márgen operativo</i>	23%	17%	-1%	
Ingresos financieros	\$ 8	\$ 25	\$ 23	
Costos financieros	-\$ 2	-\$ 4	-\$ 8	
Otros ingresos (egresos) financieros netos	-\$ 25	-\$ 23	-\$ 11	
Ganancia antes de rdos. de inv. en cías. Asociadas e imp. A las ganancias	\$ 182	\$ 87	\$ 1	
Resultado de inv. En compañías asociadas	\$ 124	\$ 101	-\$ 219	
Ganancia antes del impuesto a las ganancias	\$ 305	\$ 188	-\$ 218	
Impuesto a las ganancias	-\$ 45	\$ 72	\$ 62	
Resultado del periodo	\$ 260	\$ 260	-\$ 156	
- <i>Márgen neto</i>	30%	50%	-30%	
EBITDA	\$ 229	\$ 115	\$ 47	-80%
- <i>Márgen EBITDA</i>	27%	22%	9%	
Promedio ponderado de acciones ord. En circulación	4.517	4.517	4.517	
Ganancia básica y diluida por acción (\$ por acción)	\$ 0,06	\$ 0,06	-\$ 0,03	

Adicionalmente, la compañía registró una provisión de US\$210 MM por la decisión del TSJ (Tribunal Supremo de Justicia) de Brasil en el caso de la demanda por Usiminas. Todo ello llevó a un resultado neto negativo de US\$156 MM (si le quitamos el efecto de la provisión, el resultado neto terminó positivo en US\$55 MM).

Hacia adelante esperamos un 3T con un nivel de despachos que continúa con una lenta recuperación; y ya sin el efecto de la provisión estimamos que TXAR volverá a mostrar números bastante mejores. **En términos de valuación continúa siendo atractiva para el largo plazo:** Cotizando por debajo de valor libros y con una caja que representa casi el 30% del Market Cap consideramos que existe valor. Claramente en esta ocasión la participación que tiene TXAR en Ternium México no le jugó a favor: la unidad mexicana no tuvo un buen trimestre, y de cara al 3T24 la compañía espera resultados similares dada la caída en los precios internacionales del acero y la finalización de contratos que mantenía celebrados a 3 y 6 meses, lo que la llevará a convalidar precios realizados más bajos.

Por el lado de **Mercado Libre (MELI)**, los ingresos se incrementaron en un 42% frente al 2T23. Esto se debe principalmente al crecimiento que mostraron las operaciones de la compañía tanto en Brasil como en México, donde los ingresos totales (venta de productos y servicios financieros) se incrementaron en un 51% y 66% respectivamente, producto de un fuerte crecimiento en los artículos vendidos y en los usuarios activos de su servicio fintech: Mercado Pago.

Aún así, la compañía registró una disminución del margen bruto hasta el 47% frente al 50% del 2T23. Mientras que el margen EBITDA alcanzó el 17% frente al 20% reportado en el 2T23, a pesar de informar un EBITDA de US\$880 MM (+28% vs. 2T23). No obstante, el resultado neto para el periodo se situó en los US\$531 MM, lo que implicó un crecimiento de +103% a/a y +54% t/t.

A futuro, Mercado Libre continúa haciendo foco en mejorar su red logística, con la inauguración de un centro logístico en Texas, EE.UU., siendo el primero por fuera de América Latina, lo que le permitirá conectar consumidores y vendedores mexicanos con estadounidenses en un menor tiempo. Mientras que en su centro logístico de Sao Paulo inauguró el uso de robótica, mejorando así el tiempo de procesamiento y la capacidad de almacenamiento. Esto, sumado a una recuperación en sus operaciones en Argentina para los próximos meses, da cuenta del potencial de crecimiento y mejora que sigue teniendo la compañía, lo que nos lleva a pensar que los resultados pueden seguir mejorando de cara al 3T.

Breve repaso del “Semáforo del S&P Merval”

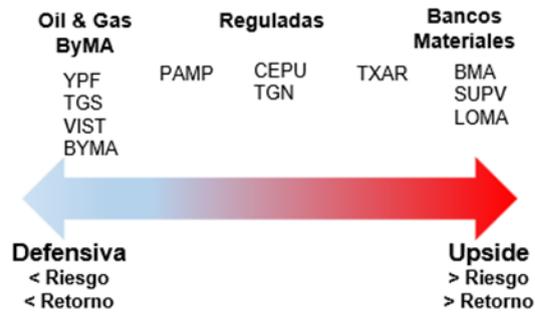
El “Semáforo del S&P Merval”, que presentamos en este [semanal](#), no ha tenido variación en su medición con respecto a la semana anterior y **nos sigue llamando a cautela con el mercado de renta variable**. Aún después de la fuerte corrección que ha tenido el índice el punto a mirar será lo que ocurra con la deuda soberana principalmente.

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

Estrategia y Cartera

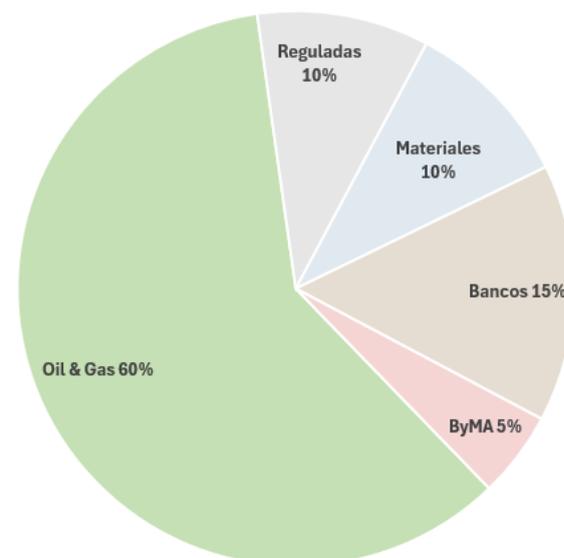
Nuestra estrategia en base a la lectura actual continúa siendo la misma y coherente con la cautela a la que apunta el semáforo, más aún en este contexto de mucha volatilidad del equity como “asset class” a nivel global: buscamos upside con defensividad y eso, creemos, lo encontramos en el sector Oil & Gas.



Mantenemos inalterados los porcentajes alocados a cada sector, continuando con un fuerte posicionamiento en Oil & Gas.

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

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@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

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

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