

30 de agosto de 2024

Argentina Weekly

Ruido político: ¿peligra el carry trade?

- **La última semana y media vino muy agitada desde el plano político**, particularmente del Congreso, con la aprobación de la nueva ley de movilidad jubilatoria en el Senado. A esto se suman las tensiones internas en La Libertad Avanza. **El ruido político, ¿puede afectar el carry trade? Consideramos que las consecuencias económicas del mismo serán nulas, con lo cual sostenemos que no existen razones para esperar volatilidad en los tipos de cambio, y el carry trade no corre peligro.**
- **El Ministerio de Economía confirmó finalmente la baja de la alícuota del impuesto PAIS: de 17,5% a 7,5% a partir del próximo lunes, aplicando a la importación de bienes y fletes.** El gobierno confía plenamente en la efectividad de esta medida para impactar en la inflación a la baja, buscando romper el 4% registrado en julio (con agosto presentando una cifra similar, según dichos del Ministro de Economía) para los últimos meses del año.
- **El Índice de Confianza en el Gobierno elaborado por la UTDT creció un 6,8% en agosto luego de dos meses consecutivos a la baja**, superando también el valor de las presidencias de Alberto Fernández y Mauricio Macri a igual antigüedad en el poder.
- **La deuda soberana HD fue de menor a mayor durante la semana con subas de 4,6% WTD, destacándose los bonos más cortos como el AL30 y GD30 que subieron 7,13% y 5,87% respectivamente. Los fundamentals siguen muy sólidos**, con el gobierno manteniendo el apoyo social, una brecha cambiaria contenida, inflación a la baja, e incluso el déficit financiero de julio producto del pago de intereses y amortización de globales y bonares, mostró que el gasto continuó teniendo una fuerte contracción en todas las partidas.
- **La compresión de la curva CER y la baja de precios en las Lecaps llevó la inflación breakeven a 3,5% promedio mensual para lo que resta del año, mientras que para los primeros cuatro meses del próximo año se ubica en 3,4 % promedio mensual.** La inflación que pricea el mercado continúa subiendo a pesar de los anuncios de baja de Impuesto PAIS y de la eliminación de trabas para la importación de acero. En la rueda de ayer las letras de diciembre en adelante corrigieron frente a estas nuevas tasas que convalidó el Tesoro.
- **Equity Argentino: Luego de tocar un piso de US\$ 1.065 puntos, el S&P Merval dio paso a un rally que lo impulsó un 22% en US\$ CCL en tan solo diez días.** A partir de allí y luego de una corrección del 6% ingresó en proceso de lateralización que lleva ya casi otros diez días. **Realizamos un repaso por los resultados del 2T y nuestras expectativas para el 3T.** Así mismo, incrementamos la ponderación en el sector reguladas para acomodar algunas acciones que nos resulta interesante tener en cartera.

ECONOMÍA

La última semana y media vino muy agitada desde el plano político, particularmente del Congreso, con la aprobación de la nueva ley de movilidad jubilatoria en el Senado. El proyecto aprobado en la Cámara Alta reconoce un incremento del 8,1% a los haberes jubilatorios, establece que la jubilación mínima no podrá encontrarse por debajo de la Canasta Básica Total, contempla un aumento aplicable en marzo de todos los años en base a la variación del RIPTTE por sobre el IPC en el último año, y establece que la actualización de jubilaciones deberá realizarse mensualmente en lugar de trimestralmente.

De acuerdo con datos de la Oficina de Presupuesto del Congreso, el impacto fiscal de esta ley se encontraría en torno a 0,74% del PBI si se dejan de otorgar los bonos, y 0,44% del PBI si se otorgasen hasta diciembre, contrastando fuertemente con los valores presentados por el gobierno de 1,25% del producto. **A su vez, el costo fiscal planteado desde el Congreso resulta superior al resultado financiero acumulado desde enero hasta julio, el cual alcanzó aproximadamente 0,34% del PBI. De esta forma, la aprobación de este proyecto implicaría la pérdida de más de seis meses de trabajo en el plano fiscal por parte del gobierno.**

El Presidente, firme con su posición de resguardar el equilibrio fiscal, anticipó que aplicará un veto total a la iniciativa, cosechando el apoyo del PRO y Mauricio Macri, e incluso del ex secretario de Política Económica Gabriel Rubinstein, quien aseguró que la medida incumple con la Ley de Administración Financiera. Dicho esto, el Congreso podrá insistir con el proyecto una vez sea vetado, para lo cual requerirá de una mayoría de dos tercios (con la cual ya contó para su aprobación la semana pasada).

A esto se suman las tensiones internas en La Libertad Avanza, con roces entre legisladores y la conformación de un nuevo bloque luego de la renuncia de la diputada Arrieta al partido libertario.

Históricamente períodos de incertidumbre y ruidos políticos han llegado con volatilidad de los tipos de cambio, lo cual hace surgir la pregunta: ¿peligra el carry trade dado lo sucedido recientemente en el Congreso? Consideramos que la respuesta depende de las consecuencias económicas de los hechos que ya mencionamos.

Con respecto a las tensiones internas en LLA, no consideramos que estas sean relevantes teniendo en cuenta que se trata de una fuerza muy nueva y con poca experiencia. Pensando en las elecciones legislativas del próximo año, tampoco nos resulta significativo, considerando que los dos partidos con mayor porte político (el peronismo y el radicalismo) hoy se encuentran fuertemente debilitados y sin líderes definidos.

Por el lado de la reforma jubilatoria, dada la convicción del gobierno con el superávit fiscal y su apoyo en el mismo como principal ancla del programa, no vemos que el proyecto aprobado en el Senado vaya a tener impacto económico. **El gobierno buscará a toda costa evitar cualquier medida que ponga en peligro el equilibrio fiscal, y la oposición no contará con argumentos suficientes como para justificar por el lado de los ingresos ningún tipo de ajuste al alza del gasto social, con la posibilidad incluso de elevar el caso al Poder Judicial y argumentar la ilegalidad del proyecto en caso de considerarlo necesario.**

Dicho esto, el carry trade no correría peligro, más aún teniendo en cuenta que el BCRA se encuentra adquiriendo dólares en el MULC, esterilizando los pesos derivados de esas compras, y sin otras grandes fuentes de emisión que justifiquen un movimiento al alza de los tipos de cambio.

Brecha, CCL y MEP desde ene-23



Fuente: IEB en base a LSEG y BCRA

Por otro lado, desde el Ministerio de Economía se confirmó finalmente la baja de alícuota del impuesto PAIS: de 17,5% a 7,5% a partir del próximo lunes, aplicando a la importación de bienes y fletes. El gobierno confía plenamente en la efectividad de esta medida para impactar en la inflación a la baja, buscando romper el 4% registrado en julio (con agosto presentando una cifra similar, según dichos del Ministro de Economía) para los últimos meses del año.

Analizando el impacto de esta medida, la rebaja del impuesto implica una baja en los costos para aquellos productores que hagan uso de insumos importados, sumamente relevante en una economía en la que la mayoría de importaciones son productos intermedios. **Aún así, esto no es certeza de que los productores vayan a hacer ajustes a la baja de sus precios, pero sí da cierto colchón para evitar remarcaciones sin pérdida de márgenes, lo cual podría impulsar los datos de inflación futuros a la baja.**

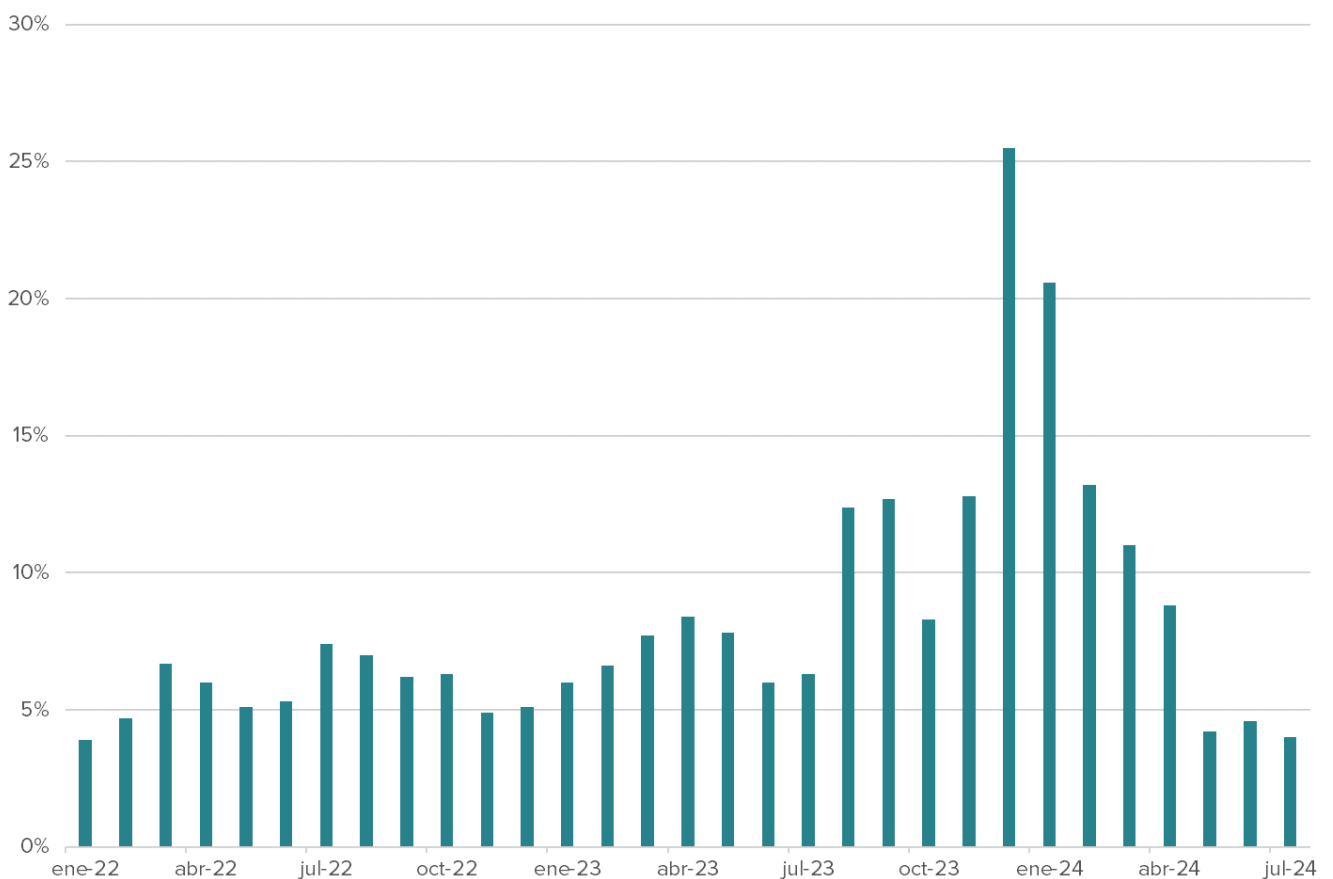
No obstante, esta no es la única forma en que la baja del tributo podría asistir en el control de la inflación. Al abaratare el costo de importar no sólo los bienes intermedios, sino también los bienes finales, esto pondrá presiones sobre los productores locales. **De existir productos importados a un precio menor que aquellos producidos localmente, esto pondría mayor presión sobre los productores locales a ajustar precios para no quedar detrás en ventas, más aún en un contexto en que el consumo se encuentra golpeado.**

A esto se suma la mejora en las condiciones de pago, con el acceso a divisas para importadores acortando sus plazos (50% a 30 días y lo restante a 60 días): **esta mejora en las condiciones de pago debería impactar directamente en el precio ofrecido a los importadores desde el exterior, trasladándose a los precios internos.**

Además de la baja del impuesto PAIS, el ministro Luis Caputo aseguró en una entrevista radial que se tomarán más medidas a lo largo de septiembre, buscando retomar la tendencia bajista de la inflación luego de tres meses con la inflación núcleo estancada. El Ministerio de Economía ya aplicó desde el jueves medidas orientadas a simplificar la importación de insumos, simplificando trámites y reduciendo la intervención aduanera, buscando “alentar la competencia y bajar los costos” y “reducir el costo argentino”. Según trascendidos periodísticos, otras medidas bajo estudio estarían relacionadas con reducción de aranceles para determinados productos, lo cual ya ha sido implementado en meses previos por el equipo económico.

Actualmente, desde el Ministerio de Economía consideran que “las condiciones están dadas para que la inflación siga bajando”, dado que “Argentina es un país que ya no emite más”, y que “la capacidad instalada está al 55%”, asegurando que “el orden macro” garantiza la baja.

IPC - Variación Mensual



Fuente: IEB en base a Indec

Mientras tanto, el gobierno continúa manteniendo un margen de confianza importante. El Índice de Confianza en el Gobierno elaborado por la UTDT creció un 6,8% en agosto luego de dos meses consecutivos a la baja, superando también el valor de las presidencias de Alberto Fernández y Mauricio Macri a igual antigüedad en el poder. Todas las divisiones del índice presentaron variaciones positivas en el último mes, aunque la más destacada resultó ser “eficiencia en la administración del gasto público”. **Esto, sumado a que el índice suele tener una importante correlación con el nivel de votos obtenido por los gobiernos en las elecciones, llega como una gran noticia para el gobierno, el cual continúa contando con un importante respaldo por parte de la sociedad incluso en un contexto complicado.**

DEUDA EN PESOS

El Tesoro logró colocar \$4,47 BB logrando así un financiamiento neto de \$0,86 BB que depositara en su cuenta del BCRA donde suma \$17,5 BB. El Tesoro continúa desindexando la deuda colocando títulos a tasa fija mientras que la búsqueda de cobertura en esta ocasión fue prácticamente nula. El bono CER TZXD6 explicó el 7% de lo efectivo adjudicado mientras que el resto se colocó en lecaps. El bono TZXD7 y los bonos dólar linked a 2025 quedaron desiertos.

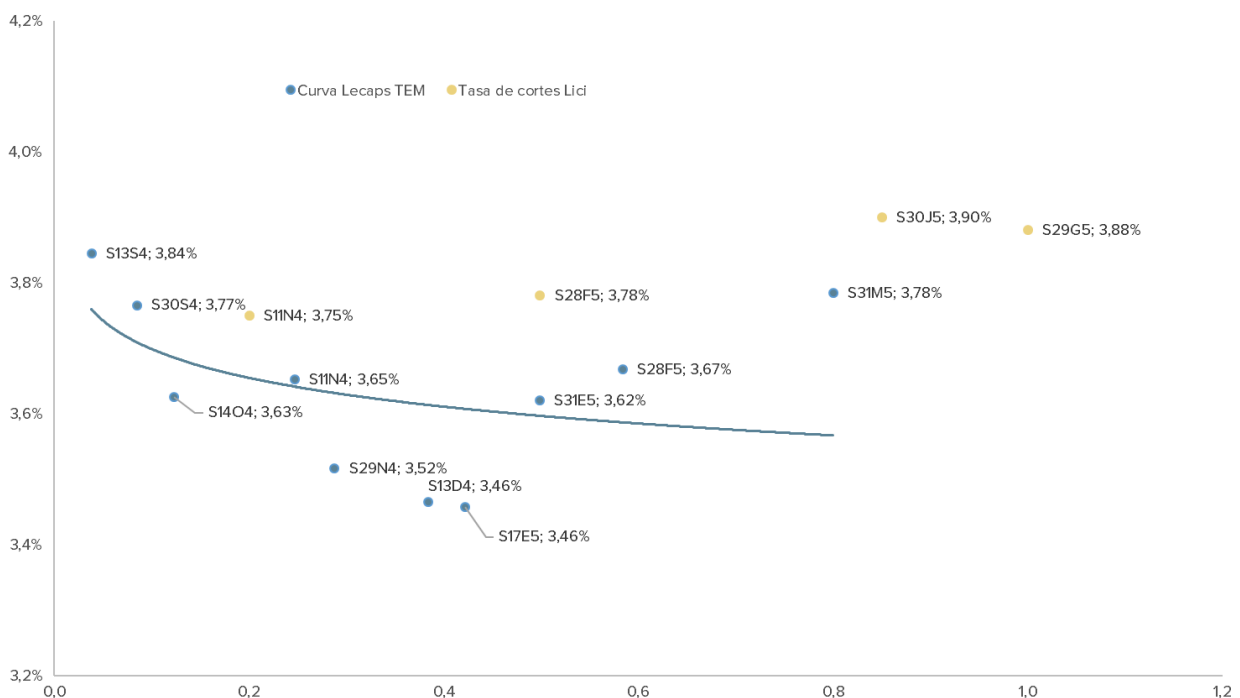
Resultado Licitación del Tesoro 28/8/24 (En ARS MM)							
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado	Factor de Prorrrateo
S11N4 (Nueva)	11/11/2024	\$ 1,557,880	\$ 1,548,230	\$ 1,548,230	3,75% TEM	97.46%	-
S28F5 (Reapertura)	2/28/2025	\$ 502,742	\$ 500,490	\$ 635,623	3,78% TEM	31.51%	-
S30J5 (Nueva)	6/30/2025	\$ 954,609	\$ 917,336	\$ 917,336	3,90% TEM	57.75%	-
S29G5 (Nueva)	8/29/2025	\$ 1,216,165	\$ 1,063,900	\$ 1,063,900	3,88% TEM	66.97%	-
TZXD6 (Reapertura)	12/15/2026	\$ 258,998	\$ 220,995	\$ 301,659	8,57%	13.91%	-
TZXD7 (Reapertura)	12/15/2027	\$ 54,016	Desierta	Desierta	-	-	-
TV25 (Reapertura)	12/15/2025	\$ 16,146	Desierta	Desierta	-	-	-
TZV25 (Reapertura)	6/30/2026	\$ 41,086	Desierta	Desierta	-	-	-
Total		\$ 4,601,642	\$ 4,250,951	\$ 4,466,748			

Fuente: IEB en base a Mecon

Las 3 letras nuevas S11N4, S30J5 y S29G5 otorgaron cierto premio respecto al secundario con tasas de corte de 3,75%, 3,90% y 3,88% TEM respectivamente vs la S29N4 y la S18J5 en el secundario en 3,65% y 3,78% TEM. En la rueda de ayer las letras de diciembre en adelante corrigieron frente a estas nuevas tasas que convalidó el Tesoro.

El rollover de 124% es muy positivo, dado que por un lado casi un tercio de los vencimientos corresponden al bono dual TDG24 y por otra parte los vencimientos de Septiembre lucen desafiantes dado que suman \$14 BB. El próximo vencimiento es el 11 de Septiembre donde opera el vencimiento de la Lecap S13S4 por \$6,97 BB.

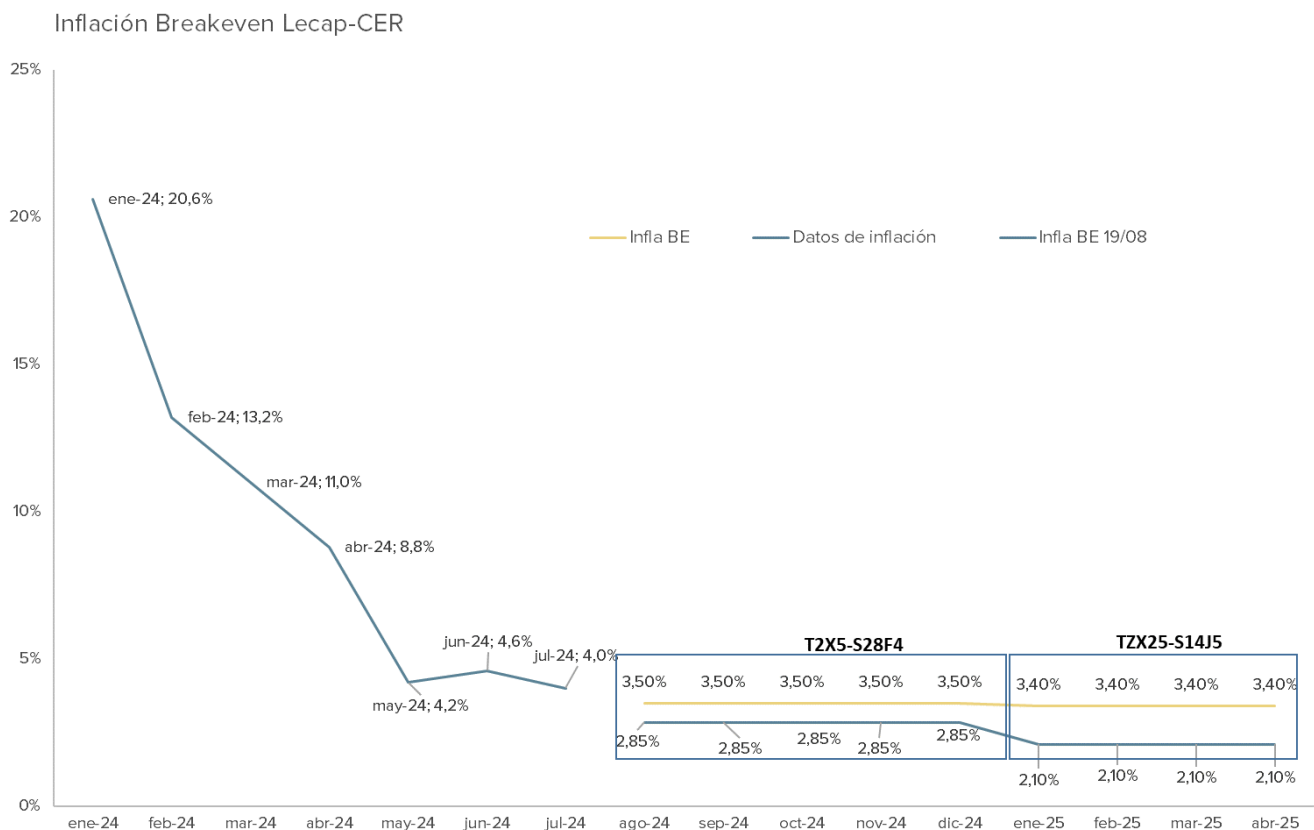
Curva de Lecaps vs Tasas de corte de licitación



Fuente: IEB en base a BymaData y Mecon

Los CER vuelven a ser ganadores contra las Lecaps y cierran el mes con un rendimiento 11,5% MTD y 1,9% en la última semana. Nuevamente el mercado ajusta las expectativas de inflación y ve cierta resistencia por parte de los precios. Caputo dijo que se espera una suba de precios para Agosto similar a la de Julio, los datos de alta frecuencia ratifican las palabras del ministro ya que denotan un estancamiento que ronda el 4% mensual. Por lo tanto quedaría en claro que lo que venimos viendo en el mercado corresponde con lo que muestran los datos. La curva sigue mostrando un fuerte desplazamiento con TIRs que aproximan CER+6,5%.

Esta compresión de la curva CER y la baja de precios en las Lecaps llevó la inflación breakeven a 3,5% promedio mensual para lo que resta del año, mientras que para los primeros cuatro meses del próximo año se ubica en 3,4 % promedio mensual. La inflación que priceaba el mercado continúa subiendo a pesar de los anuncios de baja de Impuesto PAIS y de la eliminación de trabas para la importación de acero. Pareciera ser que la visión del mercado sobre estas medidas es que va a llevar a que los importadores aumenten sus márgenes y no necesariamente a una baja de precios. **Con lo cual continúan sin convalidar una baja de la inflación, influenciados por el escepticismo hacia el accionar de importadores y los datos de alta frecuencia que como mencionamos anteriormente muestran un "stickiness" del nivel general de precios.**



Durante la última semana se observaron volúmenes operados de AL30 y GD30 contra MEP y CCL por arriba de los promedios diarios lo que muestra que el central continuó esterilizando pesos a través de la venta de dólares financieros. El martes se operaron USD 70 MM y el miércoles USD 80 MM lo que compara con un promedio de USD 35 MM diarios. Mientras que en la rueda de ayer se volvieron a operar casi USD 71 MM. De esta

forma el MEP cae 1% aproximadamente en la semana volviendo a dar oportunidad para hacer carry y acercándose a valores de \$1.265 donde hizo piso dos veces en julio.

A pesar de estar cerca de estos valores mínimos, todavía tiene dólares para seguir interviniendo dado la buena performance de compras en el MULC en agosto y durante septiembre podrían ingresar algunos dólares provenientes de la multa del blanqueo por lo que pensamos que los FX financieros seguirán estables durante el próximo mes permitiendo continuar con la estrategia de carry estando posicionados en activos en pesos.

Dado el rally reciente de la curva CER que dejó al tramo medio con TIRs en torno a 7% creemos que las Lecaps largas brindan tasas muy atractivas si se confía en una desaceleración de la inflación que vaya convergiendo al crawling con el correr de los meses. La inflación breakeven a estos niveles, también convalida esta preferencia por Letras sobre CER puesto que luce demasiado alto el sendero de inflación priceados por los bonos en relación a nuestro escenario.

CCL y MEP evolución 2024



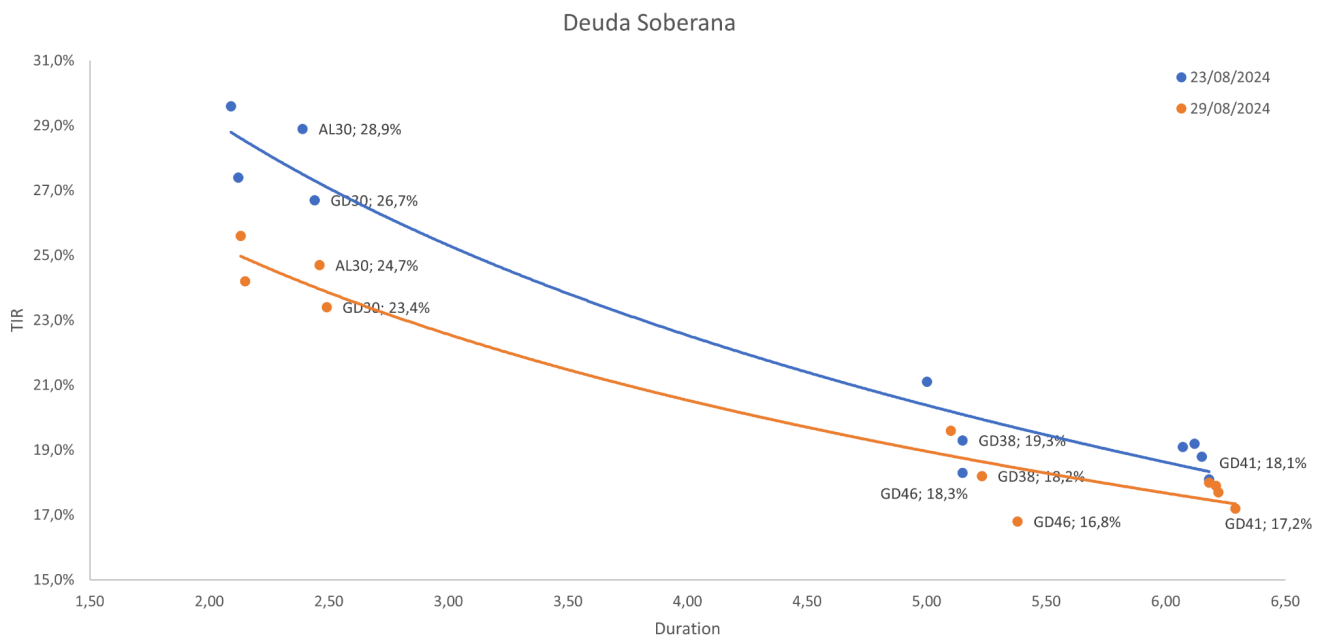
Fuente: IEB en base a LSEG y BCRA

Volúmen operado de AL30 y GD30 contra MEP y CCL

Fecha	MEP	CCL	TOTAL
19/8/2024	33.700.908	8.628.932	42.329.840
20/8/2024	57.868.803	7.653.931	65.522.734
21/8/2024	45.623.071	3.394.336	49.017.407
22/8/2024	107.679.487	7.031.849	114.711.336
23/8/2024	65.284.193	7.540.104	72.824.297
26/8/2024	37.716.042	3.965.537	41.681.579
27/8/2024	63.882.641	5.346.139	69.228.780
28/8/2024	78.455.261	3.123.734	81.578.995
29/8/2024	67.191.829	3.600.378	70.792.207

DEUDA EN DÓLARES

El “aftermath” de la semana dejó un rendimiento positivo para la deuda HD yendo de menor a mayor con subas de 4,6% WTD. Luego de una semana severamente negativa el mercado vuelve a mirar su medidor fundamental y convalida el buen rendimiento del central en el MULC como una señal positiva para el pago de vencimientos futuros. Quedando una última rueda para Agosto el Central acumula un saldo de USD 618 MM. Un número que posiblemente se dio dada la poca demanda de divisas del sector importador a la espera de que se efectivice la baja del impuesto PAIS. Del lado internacional, el EMB y la deuda distressed acumulan una leve suba en la semana sumando al contexto positivo general de la deuda soberana. Tendremos que esperar a ver como sigue la acumulacion de divisas en Septiembre para entender mejor qué esperar del mercado con este paquete nuevo de medidas (baja impuesto PAIS, eliminación de trabas de importación de acero). Sumado a que se espera “cepo para rato” por lo tanto continúa el ritmo desacelerado de acumulacion de divisas, el paquete de medidas no parece ayudar al central en el segundo semestre del año dado que sirve como incentivo para los importadores que parecen estar pisando las importaciones a la espera de que caigan sus costos. Como consecuencia de esto deberíamos esperar mayor demanda de dólares en el MULC a partir de Septiembre y menos excedente de divisas para que el BCRA acumule.



El gráfico muestra la compresión de la semana, se destacan los bonos más cortos como el AL30 y GD30 que subieron 7,13% y 5,87% respectivamente.

Otro factor que parece estar muy firme es el apoyo social al gobierno medido a través del Índice de Confianza en el Gobierno de la UTDT que en agosto subió 6,8% respecto al mes anterior. De esta forma se encuentra 0,79% por arriba de la medición de agosto 2016 al comienzo del gobierno de MM, y 6,7% por arriba de la medición

de agosto 2020, al comienzo de la gestión de AF. El apoyo social es fundamental en medio del proceso de corrección de las cuentas públicas que está llevando a cabo el gobierno.

Por lo que **los fundamentals de la deuda siguen siendo muy positivos**, con una brecha cambiaria contenida, inflación a la baja, e incluso el déficit financiero de julio producto del pago de intereses y amortización de globales y bonares, mostró que el gasto continuó teniendo una fuerte contracción en todas las partidas de -23,6% interanual en términos reales.

Evolución drivers de los bonos HD

Dato	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24
Gobernabilidad (ICG UTDT)	1,27	1,03	1,22	1,41	2,86	2,61	2,57	2,56	2,45	2,51	2,46	2,37	2,54
Resultado fiscal	-0,20%	-0,27%	-0,24%	-0,39%	-2,77%	0,08%	0,05%	0,04%	0,00%	0,18%	0,04%	-0,14%	
Inflación	12,40%	12,70%	8,30%	12,80%	25,50%	20,60%	13,20%	11,00%	8,80%	4,20%	4,60%	4,00%	
Brecha	120%	127%	154%	165%	21%	57%	28%	28%	24%	38%	54%	40%	35%
Compras MULC	1254	527	-227	385	57	3272	2358	2882	3345	2532	-47	138	617
Riesgo País	1.421	1.662	2.749	2.133	2.052	2.118	1.829	1.561	1.287	1.427	1.552	1.675	1.448

Fuente: IEB en base Mecon, BCRA, UTDT e Indec

A pesar de las pocas definiciones respecto a la recomposición de reservas creemos que los fundamentals de los bonos hard dollar siguen sólidos y justifica estar en bonos soberanos. Los bonos GD41 y AE38 dado las bajas paridades resultan defensivos ante un escenario adverso y dada la convexidad dependiendo de cuanto comprima la curva podrían brindar un mayor upside que los cortos. A pesar de esto los bonos cortos podrían comprimir más rápido dado que son los que permiten recuperar el capital de manera más acelerada. Si creemos que la curva primero tendería a aplanarse para luego desplazarse hacia abajo convendría estar posicionados en los bonos 2030 (GD30/AL30).

EQUITY ARGENTINO

Luego de tocar un piso de US\$ 1.065 puntos, el S&P Merval dio paso a un rally que lo impulsó un 22% en US\$ CCL en tan solo diez días. A partir de allí y luego de una corrección del 6% ingresó en proceso de lateralización que lleva ya casi otros diez días.



Creemos que el factor determinante que puso fin al período de corrección fueron las declaraciones del presidente de la FED, Jerome Powell explicitando el comienzo de un proceso de baja de tasas. Dichas declaraciones repercutieron positivamente en todos los mercados de equity globales y la Argentina no quedó ajena a dicha tendencia.

Pasada la euforia y con un contexto global mucho más volátil para la renta variable global, el equity argentino dio comienzo a un proceso de lateralización. **Por un lado, la relativa buena performance de la deuda soberana argentina y la bajísima volatilidad de los FXs financieros le vienen poniendo un piso y sostén al índice. Por otro, un mercado que aún está en modo “ansiedad” monitoreando la evolución de los niveles de actividad y la acumulación de reservas parecen no brindar drivers que disparen un cambio en la tendencia de lateralización.**

No obstante, a mediano y largo plazo continuamos con una visión optimista para el equity argentino. Los desafíos a resolver en la macro son aún importantes, pero consideramos que el equipo económico va en el sendero correcto. Si el nivel de actividad continúa recuperándose, la inflación desacelerándose, el salario real recomponiéndose y la acumulación de reservas tracciona se irán dando las condiciones para la salida del cepo cambiario; lo que marcará un punto de inflexión para la economía argentina.

Finalmente, de continuar por el sendero actual, es posible considerar una recategorización de la Argentina: dejar de ser “Stand Alone” sería un evento muy positivo para el equity argentino puesto que conllevaría un incremento del flujo al mercado de renta variable local. La realidad es que con cepo cambiario es difícil pensar en la ocurrencia de la misma; por ello la importancia que tiene el fin de las restricciones cambiarias.

Fin de la temporada de balances y perspectivas para el 3T

Habiendo presentado el sector bancario, ha llegado a su fin la temporada de balances del 2T. En líneas generales los resultados presentados por las diferentes compañías estuvieron en línea con lo que habíamos estimado y que expresamos en semanales anteriores.

No hubo grandes sorpresas y el impacto de la coyuntura en los sectores estuvo alineado con lo que veníamos viendo en ellos. **Ya poniendo la mirada en el 3T podemos comenzar a trazar los temas que, creemos, serán importantes en cada sector.**

Oil & Gas: Los volúmenes de producción tanto de crudo como de gas natural seguramente continúen con incrementos. El punto clave será la evolución del precio del Brent, puesto que ello impacta directamente en los precios realizados. En lo que va del trimestre, el Brent ha mostrado una caída muy significativa que solo encontró piso con nuevos incidentes en Oriente Medio (Israel-Irán y más recientemente Libia).



Oil & Gas sigue siendo nuestro sector destacado dentro de la cartera de acciones. Posee un potencial de crecimiento enorme (más aún luego de la aprobación del RIGI) y una probada defensividad en contextos macroeconómicos complejos.


A dicho sector le otorgamos una ponderación del 50% de nuestra cartera, siendo nuestras acciones seleccionadas: **YPF (YPFD), Vista Energy (VIST), Pampa Energía (PAMP) y TGS (TGSU2).**


Reguladas: Un sector que tuvo un segundo trimestre excepcional de la mano de los incrementos tarifarios otorgados durante el 1T. **Para el 3T esperamos un muy buen trimestre para el sector; hay buenos fundamentos para ser optimistas.** La baja de la inflación mantiene las tarifas competitivas, finalmente el gobierno decidió avanzar con el incremento mensual de las mismas y, por último, el trimestre mostró temperaturas medias por debajo de las registradas en años anteriores.

Nos animamos a incrementar la ponderación de dicho sector al 20% y nuestras acciones seleccionadas para el mismo son: **TGN (TGNO4), Central Puerto (CEPU).** Por otro lado también nos resultan atractivas las distribuidoras de gas: **Metrogas (METR)** que ha venido mostrando unos resultados muy buenos, un volumen negociado que augura un pronto pase al panel líder y una potencial venta por parte de YPF. **Distribuidora de Gas del Centro (DGCE), y Distribuidora de Gas Cuyana (DGCU2)** continúan en la lista de nuestras acciones seleccionadas: ambas poseen el mismo -y excelente- management, un potencial de crecimiento importante, sin deuda financiera y con un potencial de distribución de dividendos -a futuro- enorme dada la generación de caja. En términos de


valuación **DGCU2** cotiza a un premio sobre **DGCE**: Creemos que dicho premio se justifica por los resultados que viene obteniendo la primera (mejores márgenes, mejor posición de caja) y por la mayor liquidez.

Finalmente, no queremos dejar fuera de la lista a **Autopistas del Sol (AUSO)**, los incrementos tarifarios han mostrado un impacto muy positivo en los ingresos de la compañía, a pesar de una caída en el tránsito pagante. Este último hecho era esperable: un mayor costo de peaje y mayores precios de combustible llevaron a un sinceramiento y cierta racionalización en el uso de vehículos automotores. Sin deuda financiera, y con una generación de caja muy interesante, está lista para convertirse en una interesante acción defensiva con un dividend yield alto (para ello faltaría el levantamiento de la acción de lesividad que esperamos se resuelva prontamente).

 **Materiales:** Tal vez el sector más complejo en la coyuntura actual. En el 2T se evidenció la caída en el nivel de actividad. **Las compañías mostraron caídas en las ventas en términos monetarios y en volúmenes** (la excepción fue Holcim Argentina (HARG) cuyos despachos de cemento se incrementaron, a pesar de una caída de cerca del 26% en las ventas). **No realizamos grandes cambios en dicho sector.** La incipiente recuperación de la actividad económica en los sectores automotriz y construcción nos hacen continuar eligiendo a **Loma Negra (LOMA)** y **Ternium Argentina (TXAR)** como nuestras acciones seleccionadas en el sector.

 **Bancos:** Mantenemos la ponderación de 15% de la cartera en dicho sector. El segundo trimestre vino de acuerdo a lo que esperábamos: caída en el ROE. **No obstante, hubo varios matices entre los resultados de los bancos:** Por un lado **Grupo Financiero Galicia (GGAL)** sorprendió con un resultado muy positivo y un ROE muy destacable. **Por otro lado, Banco Macro (BMA)**, todo lo contrario: un resultado negativo muy significativo y un ROE muy bajo. **Las razones fueron la forma de contabilizar las tenencias en TP:** GGAL lo hace mayoritariamente “a finish” con lo cual el impacto en el cuadro de resultados de la performance que tuvieron los mismo no impactó tan significativamente, mientras que **BMA** lo hace a “mark-to-market” (o VRR) lo cual llevó al banco a reportar una pérdida muy significativa.

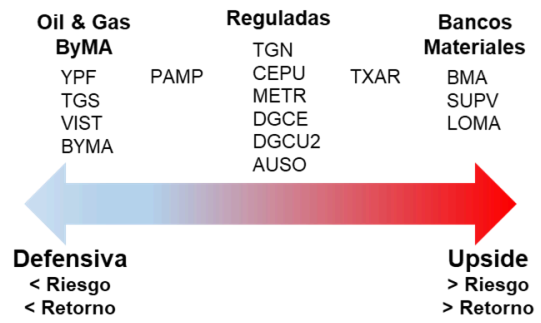
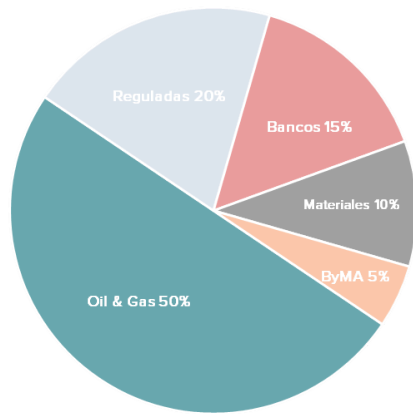
Más allá de esto, el premio al que hoy cotiza **GGAL** por sobre **BMA** nos parece un poco elevado y continuamos con nuestra preferencia por **Banco Macro (BMA)** y **Grupo Supervielle (SUPV)**.

 Finalmente, fuera de todo el catálogo sectorial nos sigue resultando atractiva -y mucho- la acción de **Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)**. Ha reportado un trimestre muy sólido, creemos que el 3T continuará en la misma tendencia, tiene una defensividad como pocas acciones dentro del universo del equity argentino.

La cartera

De esta forma, nuestra cartera de acciones queda conformada en un 50% por el sector de Oil & Gas (YPFD, TGSU2, VIST y PAMP) y un 5% en BYMA, acciones que le aportan gran defensividad a la cartera dados los fundamentals de las compañías, con un potencial de retorno menor al resto pero aún así muy interesante. Seguido por un 15% asignado al sector de reguladas (TGNO4, CEPU, METR, DGCE, DGCU2 y AUSO), donde encontramos una relación riesgo-retorno más equitativa dado que los incrementos tarifarios, la inflación a la baja y las temperaturas medias están reflejando mejores resultados, lo que esperamos continúe en el 3T. Finalizando con lo alocado al sector bancario (BMA y SUPV) y materiales (LOMA y TXAR) donde asignamos 15% y 10% respectivamente, que influenciados por el contexto macro presentan un mayor riesgo dentro de la cartera, pero así también un mayor retorno.

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.