

13 de septiembre de 2024

# Argentina Weekly

## Esperando el Presupuesto 2025

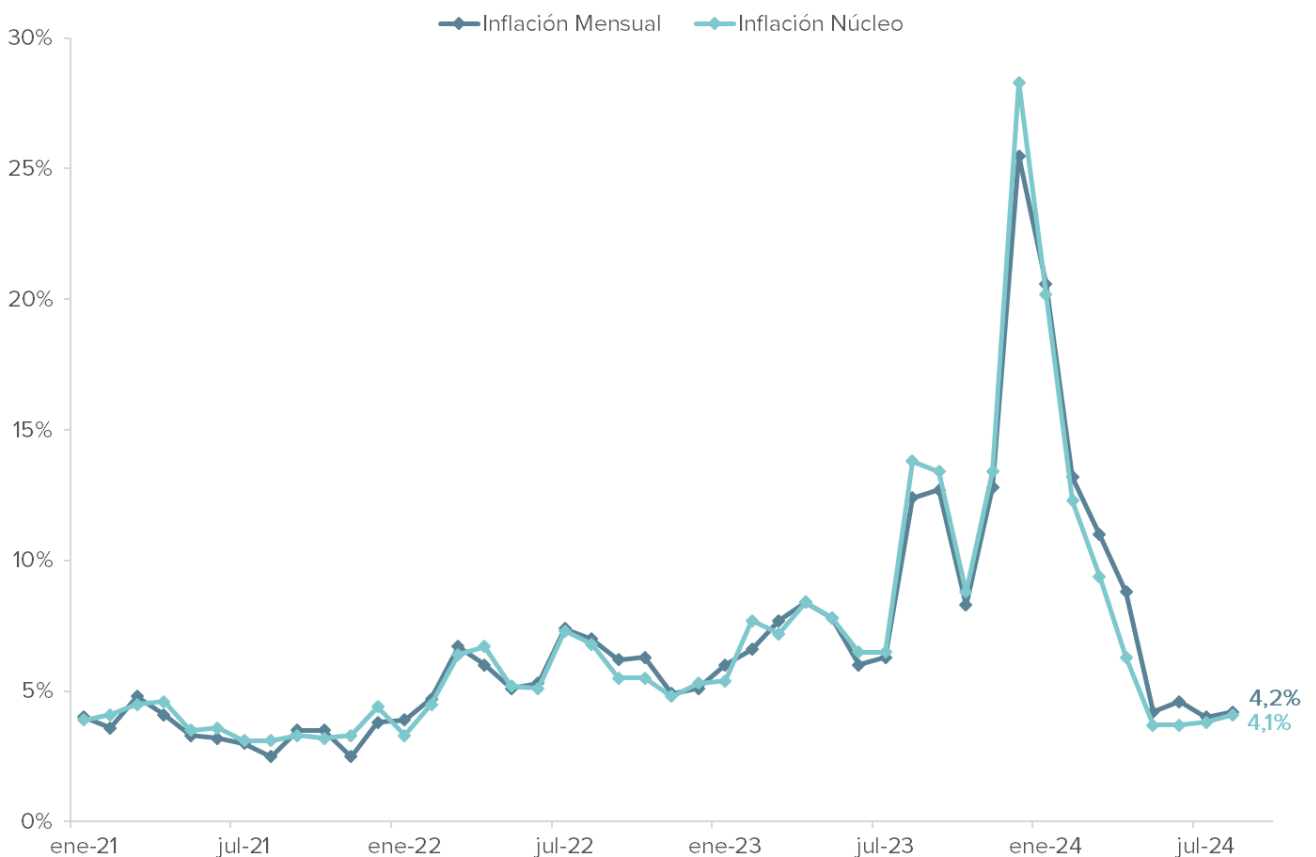
- **La saga de la reforma jubilatoria finalmente llegó a su fin el pasado miércoles: en medio de un clima de tensión fuera del Congreso, una oposición quebrada no logró revertir el veto del Presidente a la nueva fórmula de movilidad jubilatoria, pese a los ruidos internos en LLA.** El oficialismo logró conseguir 87 votos a favor del veto para así evitar una continuación del debate en la justicia y el posible impacto fiscal de la medida.
- En agosto, el IPC marcó un incremento mensual del 4,2% en su nivel general, al igual que la inflación de CABA, alcanzando así un incremento del 236,7% interanual y acumulando un 94,8% en lo que va del año. **El dato evidencia una fuerte resistencia en el piso del 4%, luego de cuatro meses consecutivos de estancamiento, que el gobierno buscará romper en septiembre con la ayuda de la baja de la alícuota del impuesto PAIS.**
- **La pausa en el proceso de desinflación se ve plasmada no sólo en los últimos datos, sino también en las expectativas del REM,** el cual espera una inflación de 3,5% para septiembre y un estancamiento hacia fin de año. Las expectativas para la inflación mensual como para la interanual continúan ajustando a la baja, esperando un 122,9% para el 2024, 4,5 p.p. por debajo del relevamiento previo.
- **Los bonos soberanos HD suben 1,4% en promedio en lo que va de la semana, con los bonos cortos 2029 y 2030 liderando las subas del mes. Lo mismo sucede con los bopreales que también superan a los bonos soberanos más largos, subiendo 2,90% vs 1,20% aproximadamente.** Esto puede estar relacionado al interés que despiertan los títulos de baja duration para aquellos que deciden adherirse al blanqueo. En línea con esto los bonos 2030 tocan máximos en términos de paridades en niveles de 60%.
- **Las Lecaps retrocedieron luego del dato de inflación y ayer acentuaron su caída a raíz de conocerse el resultado de la licitación.** El tesoro otorgó bastante premio y las letras descomprimieron para “matchear” las tasas de corte, corrigiendo en la semana -0,21% en promedio, especialmente el tramo largo. Los bonos CER por su parte comprimieron ante la resiliencia que muestra la inflación y suben casi 1% en promedio.
- **Luego de varios intentos de quebrar la resistencia en 1.400 puntos, en la jornada de ayer, el S&P Merval cerró -medido en US\$ CLL- en 1.410 puntos, lo que marca un nuevo récord.** De esta forma, desde el inicio de la gestión Milei, el mercado de equity argentino ha duplicado su valor.
- **¿Cómo continúa la historia?** Nuestra tesis para la renta variable argentina es constructiva. Consideramos que más allá de los movimientos propios del mercado de toma de ganancias y bajas temporales, si el contexto internacional acompaña la tendencia de largo plazo es alcista y si el gobierno continúa mostrando resultados no hay razones para descartar romper máximos históricos en el mediano / largo plazo.

## ECONOMÍA

**La saga de la reforma jubilatoria finalmente llegó a su fin el pasado miércoles: en medio de un clima de tensión fuera del Congreso, una oposición quebrada no logró revertir el veto del Presidente a la nueva fórmula de movilidad jubilatoria, pese a los ruidos internos en LLA.** El oficialismo necesitaba como mínimo un tercio de la cámara para evitar la reversión del veto presidencial (recordar que el proyecto había sido aprobado por mayoría de dos tercios, con lo cual existían dudas de si alcanzaría la minoría necesaria para evitarlo), y optó por avanzar directamente a la votación en lugar del retorno a comisión del proyecto, lo cual hubiera extendido aún más los tiempos. Gracias al quiebre del radicalismo y el cambio de parecer en algunos de sus legisladores, sumado al apoyo del PRO, el oficialismo logró ratificar el veto y evitarse ya sea una continuación del debate en la justicia, o el impacto fiscal de la medida.

**Hacia el fin de semana las miradas estarán puestas nuevamente en el Congreso, con el vocero presidencial confirmando la presencia de Javier Milei el próximo domingo para presentar el Presupuesto 2025,** algo inédito ya que esta tarea históricamente correspondió al Ministro de Economía de turno. Tal como anticipó Luis Caputo en su presentación del borrador de este proyecto, así como el propio Presidente en su cuenta de X, el Presupuesto estará centrado en la eliminación del déficit y “marcará un antes y un después en la historia económica argentina”. Vale la pena recordar que actualmente el gobierno se encuentra ejecutando el Presupuesto 2023 luego de una prórroga del mismo, con lo cual se tratará del primer proyecto de este estilo para la administración actual.

IPC - Variación mensual



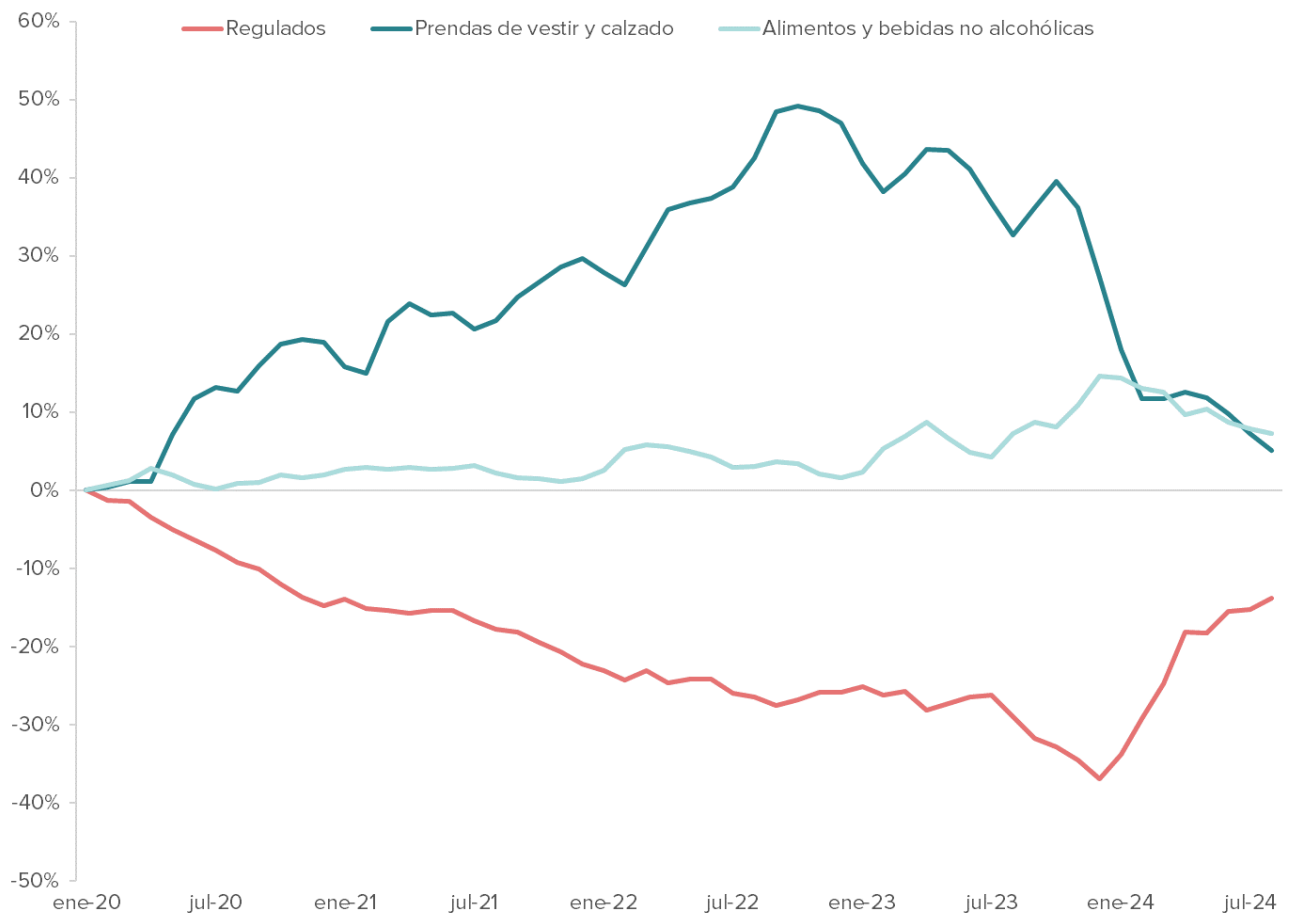
Fuente: IEB en base a Indec

Pasando al principal foco de preocupación del gobierno, el miércoles el Indec dio a conocer el IPC a nivel nacional: luego del dato no tan positivo del IPCBA, el total nacional no resultó mucho mejor. En agosto, el IPC marcó un incremento mensual del 4,2% en su nivel general, al igual que la inflación de CABA, alcanzando así un incremento del 236,7% interanual y acumulando un 94,8% en lo que va del año. **El dato evidencia una fuerte resistencia en el piso del 4,0% con cuatro meses consecutivos de estancamiento, que el gobierno buscará romper en septiembre con la ayuda de la baja de la alícuota del impuesto PAIS.**

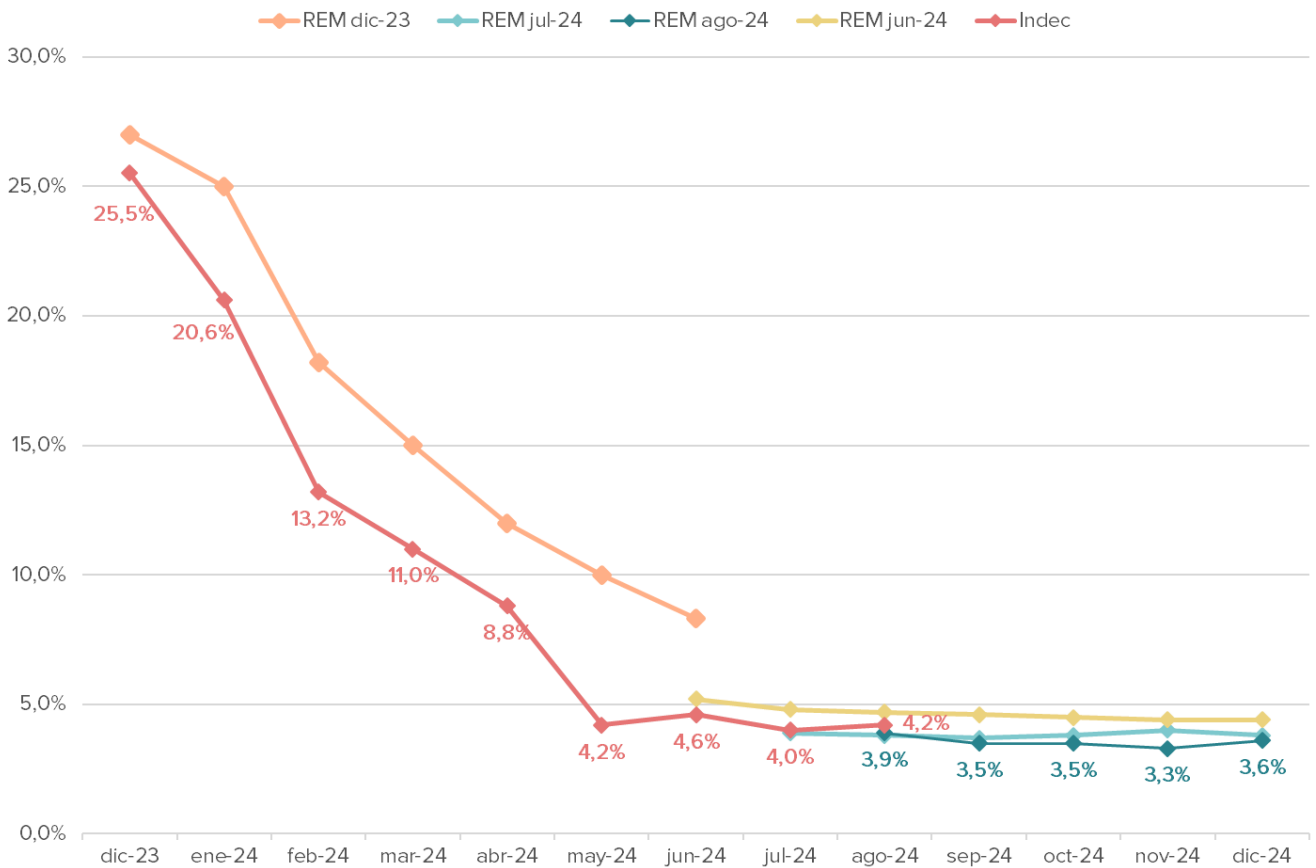
En lo que respecta a categorías, el IPC Núcleo registró un aumento mensual del 4,1%, rompiendo con el estancamiento de los tres meses previos, aunque en el sentido contrario al que esperaba el gobierno: **luego de tres meses consecutivos por debajo del 4,0%, la medición que siguen de cerca el Ministerio de Economía y el BCRA se aceleró el mes pasado.** Por el lado de los Estacionales hubo un leve incremento de apenas 1,5%, desacelerando notablemente en comparación con julio, y en Regulados se registraron aumentos bastante mayores del 5,9%.

Dentro de las divisiones, las de mayores incrementos fueron Vivienda (7,0%), Educación (6,6%) y Transporte (5,1%), destacándose los incrementos en el transporte público y tarifas de servicios públicos. Muy de cerca le siguieron Salud, Recreación y Cultura, y Educación en menor medida, explicando el fuerte aumento del 6,4% en Servicios y reflejando el gradual ajuste de precios relativos. En el otro extremo se encontraron Prendas de vestir y calzado (2,1%), Bienes y servicios varios (2,3%) y Bebidas alcohólicas y tabaco (3,0%), con la mayoría de bienes encontrándose por debajo del nivel general y explicando el incremento del 3,0% registrado en Bienes.

Variación real acumulada por división del IPC



## Inflación vs REM



Fuente: IEB en base a Indec y BCRA

Este dato llegó no sólo como una sorpresa para el mercado, el cual según el último REM esperaba una inflación del 3,9% para el mes pasado, sino también para el propio BCRA, el cual pronosticaba el mismo nivel de alza de precios. La misma situación se dio para la inflación Núcleo, con el último REM esperando un 3,5% y el BCRA coincidiendo con dicho pronóstico.

**La pausa en el proceso de desinflación se ve plasmada no sólo en los últimos datos, sino también en las expectativas del REM**, el cual espera una inflación de 3,5% para septiembre, logrando perforar el piso del 4,0%, aunque con un marcado estancamiento en torno a dicho nivel hacia fin de año. De todas formas, tanto las expectativas para la inflación mensual como para la interanual continúan ajustando a la baja, esperando un 122,9% para el 2024, 4,5 p.p. por debajo del relevamiento previo.

Pareciera que luego del fuerte proceso de desinflación de los primeros meses del año, llevando la inflación desde el 25,5% registrado en diciembre hasta los registros actuales, el gobierno se encuentra frente a un gran desafío para romper la barrera del 4,0%. De todas formas, **el gobierno continúa confiando en la efectividad de la disciplina fiscal y del equilibrio monetaria, así como en el crawling peg al 2,0% mensual, la estabilidad cambiaria, y la reducción del impuesto PAIS como disparadores para bajas adicionales de la inflación**, con el Ministro de Economía asegurando que Argentina es un país que ya no emite más y que no tiene una economía recalentada, dando las condiciones para que la inflación continúe bajando.

## DEUDA EN PESOS

El miércoles se publicó el IPC nacional que mostró una suba en los precios de 4,2% general y 4,1% para la núcleo, la cual ocasionó una compresión de la curva CER, particularmente en el tramo corto y medio. Los bonos que ajustan por inflación cerraron con rendimientos 0,94% WTD, destacándose el TX28 y DICP con rendimientos de 3,08% y 2,12% respectivamente. Este nuevo dato sin duda vuelve a generar dudas sobre el sendero de inflación planteado por el gobierno, particularmente el aumento en la núcleo que muestra la suba genuina de precios, habrá que esperar al dato de Septiembre para ver si la baja del Impuesto PAIS ha tenido efecto sobre el nivel general de precios o si continuará esta “stickiness” que seguimos viendo semana a semana y mes a mes en los datos de alta frecuencia.

Por otro lado las Lecaps retrocedieron luego del dato de inflación y ayer acentuaron su caída a raíz de conocerse el resultado de la licitación. El tesoro otorgó bastante premio y las letras descomprimieron para “matchear” las tasas de corte, cerrando la semana con un rendimiento WTD de -0,21%.

El Mecon licitó por primera vez tomando ofertas en todos los instrumentos ofrecidos desde Mayo de este año. Recordemos que había vencimientos por \$6,97 BB pertenecientes a la S13S4, mientras que el total adjudicado fue \$6,99 BB, obteniendo así un financiamiento neto de \$24.000 MM logrando rolear el monto a vencer en su totalidad. El Ministro de Economía había dicho en el stream del Mecon de esta semana que quizás debido a la recuperación del crédito privado los bancos no renueven la totalidad de sus vencimientos en las próximas licitaciones. Esto no ocurrió en esta ocasión aunque se podría observar en la próxima donde el Tesoro vuelve a enfrentar vencimientos abultados por \$7,1 BB.

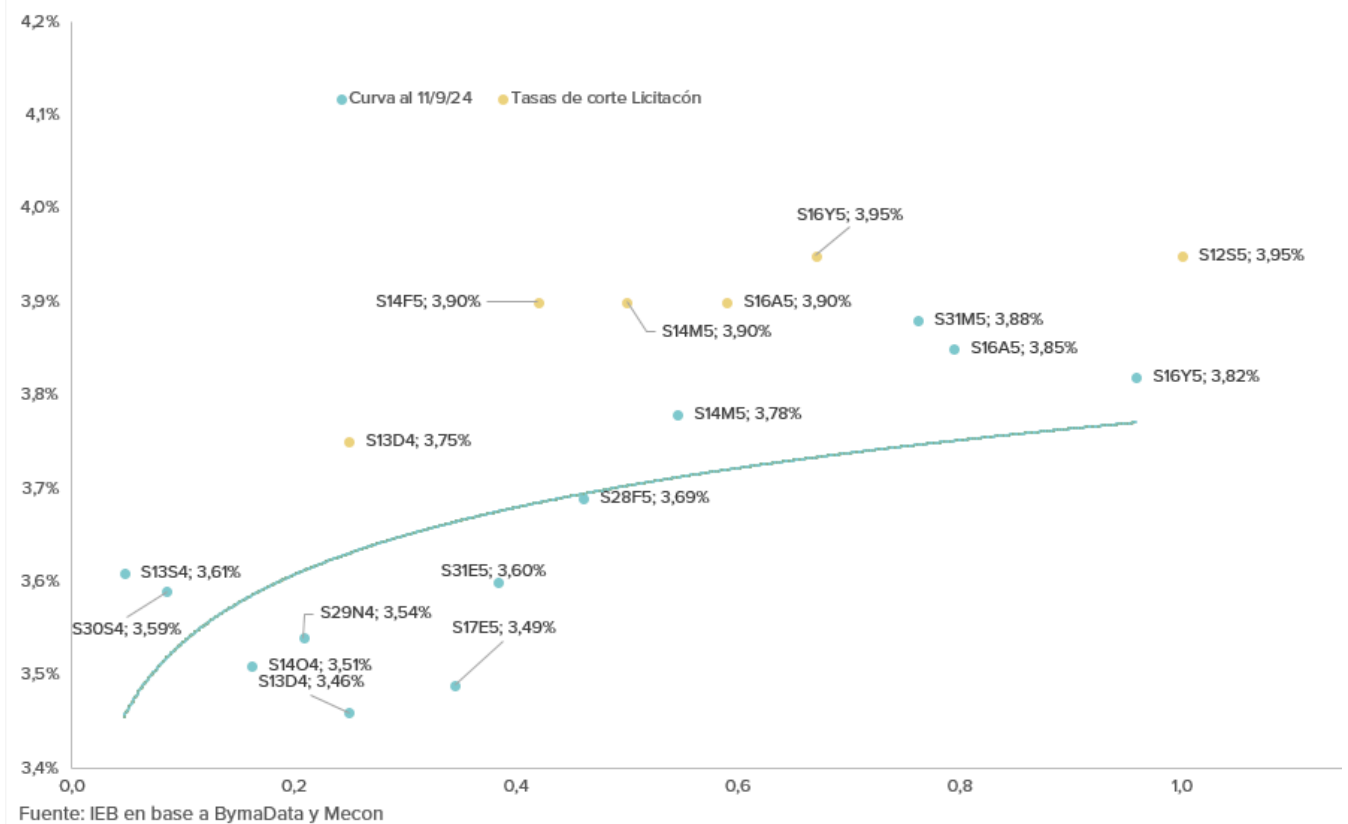
Se ofrecieron 6 letras, 5 nuevas, la más larga al momento a Septiembre 2025. S13D4 (Dic-24) cortó a 3,75% TEM, S14F5 (Feb-25), S14M5 (Mar-25) y S16A5 (Abr-25) cortaron a 3,90% TEM, S16Y5 (May-25) y S12S5 (Sep-25). Por el lado de la deuda ajustada por CER ofreció 3 instrumentos preexistentes, TZXM5 (2025) a 5,56%, TZXM6 (2026) a 8,70% y TZXM7 (2027) a 10,48%.

Resultado Licitación del Tesoro 11/9/24 (En ARS MM)							
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado	Factor de Prorratio
S13D4 (Reapertura)	13/12/2024	\$ 1.953.126	\$ 1.923.682	\$ 2.184.533	3,75% TEM	28,84%	-
S14F5 (Nueva)	14/02/2025	\$ 1.251.998	\$ 1.246.301	\$ 1.246.301	3,90% TEM	18,69%	-
S14M5 (Nueva)	14/03/2025	\$ 609.009	\$ 608.909	\$ 608.909	3,90% TEM	9,13%	-
S16A5 (Nueva)	16/04/2025	\$ 1.018.269	\$ 995.916	\$ 995.916	3,90% TEM	14,93%	-
S16Y5 (Nueva)	16/05/2025	\$ 759.652	\$ 717.552	\$ 717.552	3,95% TEM	10,76%	-
S12S5 (Nueva)	12/09/2025	\$ 914.173	\$ 828.692	\$ 828.692	3,95% TEM	12,43%	-
TZXM5 (Reapertura)	31/03/2025	\$ 224.933	\$ 194.283	\$ 235.082	5,56% TNA	2,91%	-
TZXM6 (Reapertura)	31/03/2026	\$ 160.445	\$ 130.195	\$ 153.370	8,70% TNA	1,95%	-
TZXM7 (Reapertura)	31/03/2027	\$ 46.044	\$ 23.879	\$ 23.497	10,48% TNA	0,36%	-
<b>Total</b>		<b>\$ 6.937.649</b>	<b>\$ 6.669.409</b>	<b>\$ 6.993.852</b>		<b>100,00%</b>	

Fuente: IEB en base a Mecon

Comparando las tasas de corte ofrecidas en el primario contra el cierre del secundario del martes podemos ver que dado el efecto negativo del dato de inflación el tesoro terminó otorgando premios sustanciales en todos los instrumentos pero particularmente en la S13D4 y la S14F5 que dieron 0,29% y 0,21% en términos de TEM respectivamente, la de Febrero otorgando un premio aún mayor dada la menor duration. Esta diferencia en las tasas de corte ha generado que el secundario retroceda y converja a las tasas del primario. Por su parte los CER también otorgaron premio sin embargo la curva continuó comprimiendo por el dato del IPC nacional que llevó a que el mercado se replantee las expectativas de inflación.

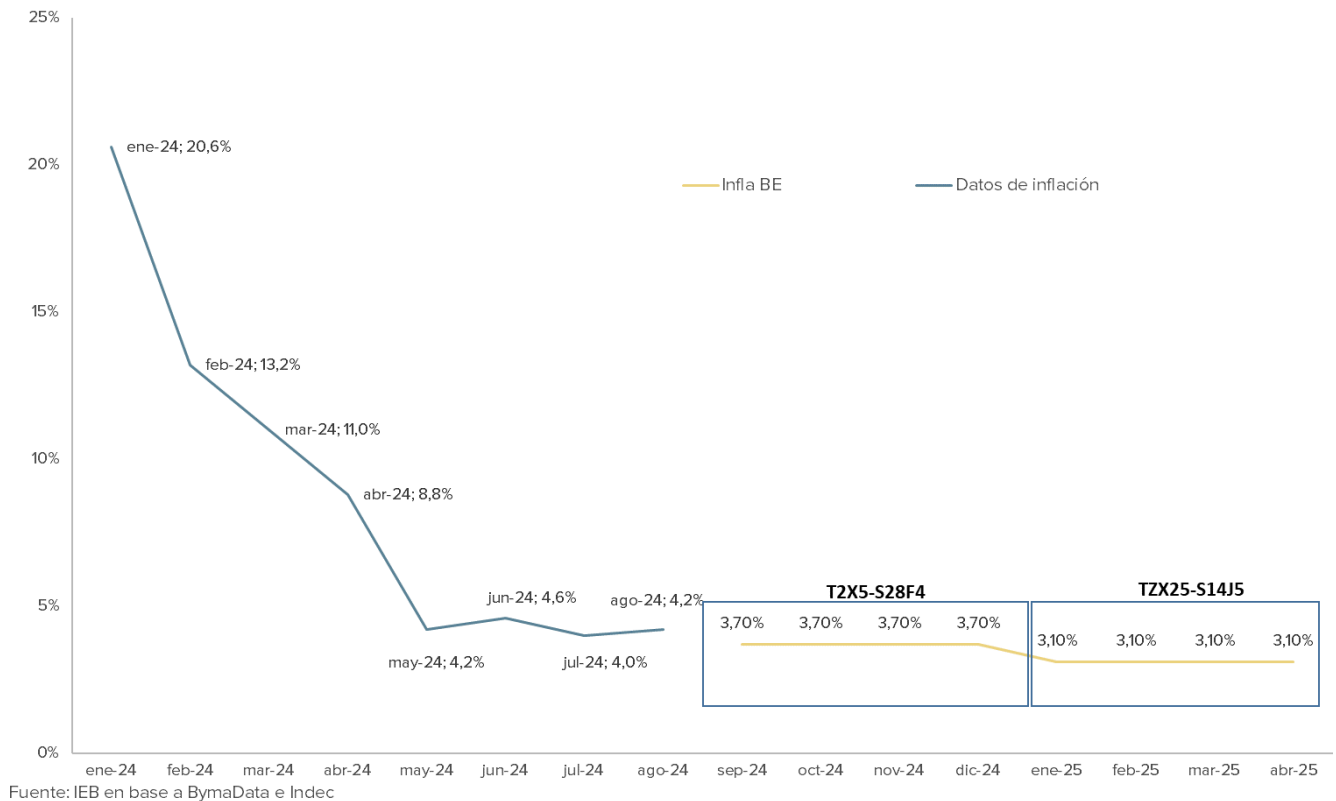
Curva de Lecaps cierre del martes y tasas de corte licitación



**En línea con el hecho de que el mercado se está replanteando las expectativas de inflación, la curva break even actualizada nos muestra 3,7% hasta Diciembre y 3,1% de Enero hasta Abril.** Ante el nuevo dato de inflación aumenta significativamente la breakeven que nos dejaría indiferentes entre las Lecaps y los bonos CER.

Recordemos que hace un mes veíamos una infla break even de 2,4%, un tiempo en el que el mercado creía más en el sendero desinflacionario que planteaba el gobierno que hoy por hoy no parece ser el caso, frente al dato sorpresivo de la núcleo de 4,1%. Sin embargo no es que el mercado se ha rebelado y “pricean” la breakeven por debajo de las nuevas estimaciones publicadas por el gobierno que proyectan 3,9% para Septiembre y 3,5% para Octubre de este año. Habrá que esperar a ver si la baja del impuesto PAIS sumado a las otras medidas desinflacionarias que ha tomado el gobierno logran perforar el piso que venimos viendo de 4% para la general y 3,7% para la núcleo.

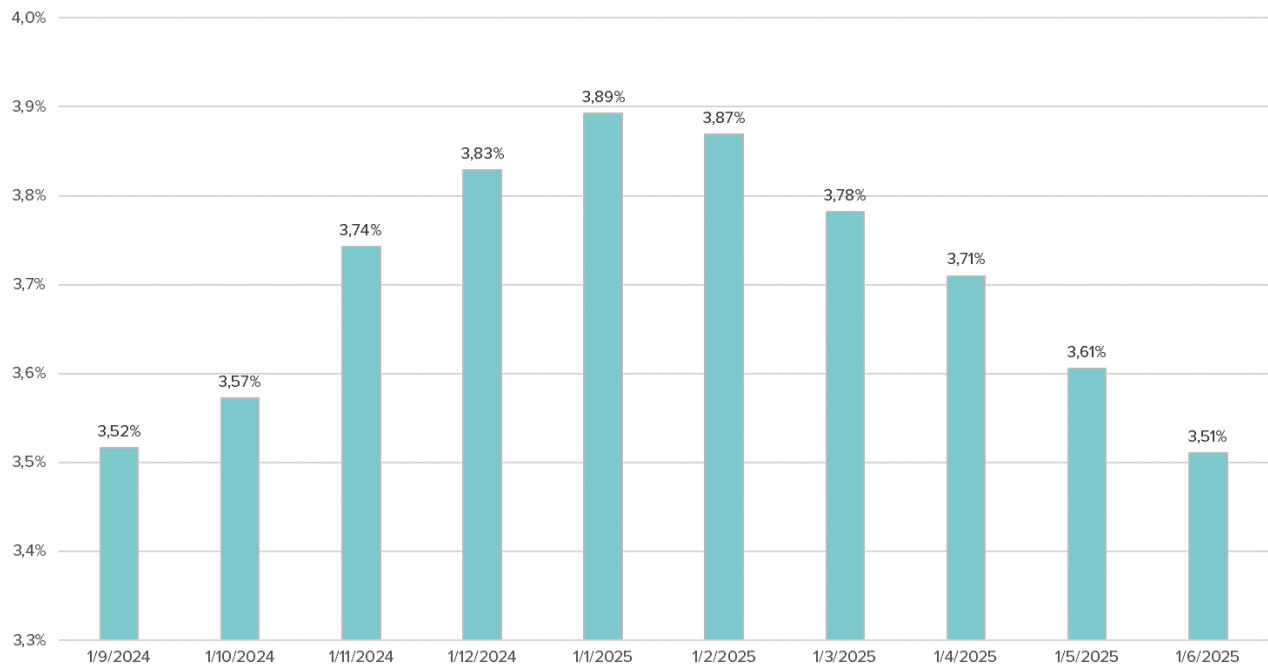
Inflación Breakeven Lecap-CER



Por último, los FX financieros se mantienen neutros comparados con la semana pasada luego de una rueda con un saldo operado de AL30/GD30 contra MEP de U\$D 70 MM, lo cual podría dar indicios de que hubo algo de intervención por parte del BCRA. Reiteramos la estrategia de carry que esta semana vio a los CER como ganadores y las letras borrando casi en su totalidad el rendimiento positivo WTD previo al dato del IPC nacional.

**Con respecto a la cobertura cambiaria cada vez son más los indicios de que la salida del cepo y el retraso cambiario se extenderán hasta bien entrado el 2025. El central intentará mantener el crawling actual priorizando la desaceleración de la inflación.** El Presidente dijo que un paso previo es la eliminación total de las Lefis a medida que se continúe expandiendo el crédito privado. En este sentido, los **contratos de dólar futuro de Rofex**, si bien no pricean un salto discreto del tipo de cambio, tienen un crawling superior al 2%, en torno al 3,5% promedio, por lo que la cobertura sigue estando relativamente cara en caso de no producirse el salto. Los futuros largos entre marzo y junio del 2025, siguieron corrigiendo durante el mes de agosto cayendo 6% en promedio. Mientras que **los bonos dólar linked** tienen implícito un salto del tipo de cambio oficial de 25% aproximadamente para quedar breakeven con las lecaps. **Los sintéticos DL con lecaps continúan siendo la mejor alternativa para quienes deseen estar cubiertos contra el tipo de cambio.**

## Devaluación mensual Implícita Futuros de Dólar



Fuente: IEB en base a Rofex

## DEUDA EN DÓLARES

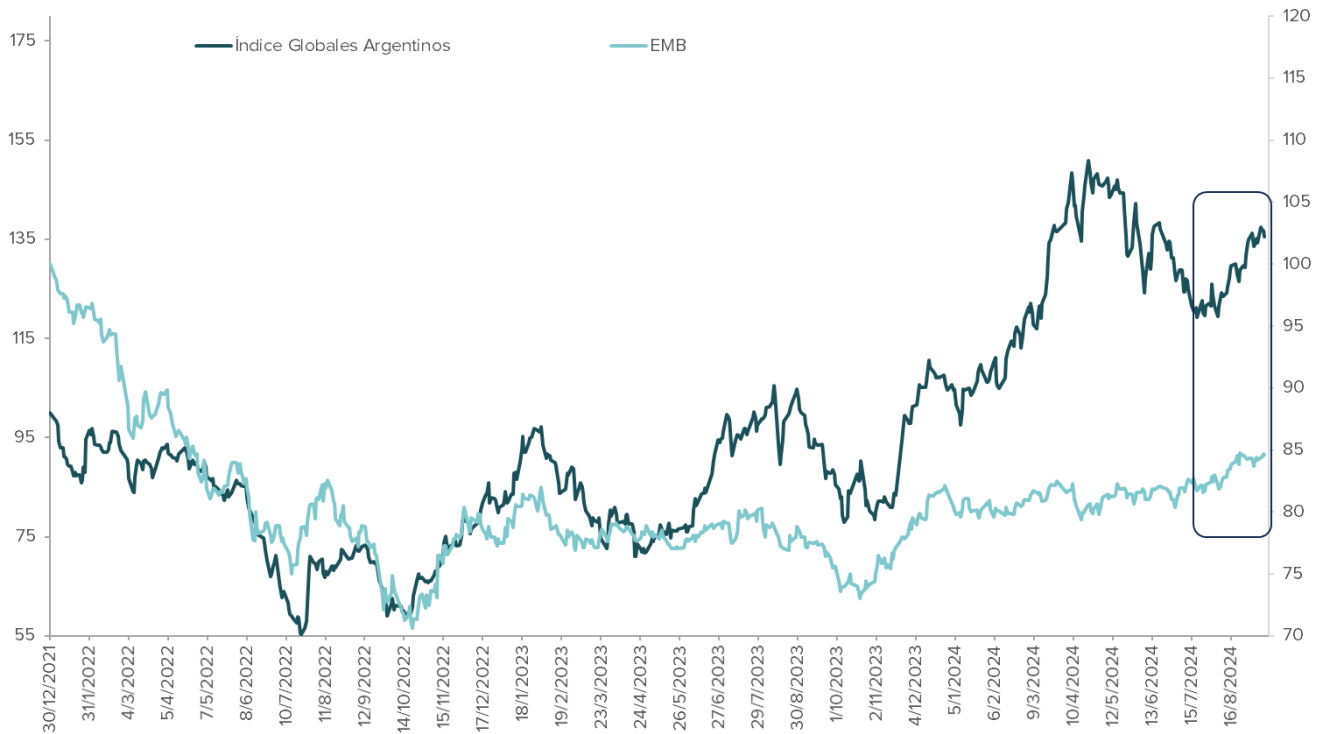
Los bonos soberanos HD suben 1,4% en promedio en lo que va de la semana, con los bonos cortos 2029 y 2030 liderando las subas del mes. Lo mismo sucede con los bopreales que también superan a los bonos soberanos más largos, subiendo 2,90% vs 1,20% aproximadamente. Esto puede estar relacionado al interés que despiertan los títulos de baja duración para aquellos que deciden adherirse al blanqueo. En línea con esto los bonos 2030 tocan máximos en términos de paridades en niveles de 60%.

El mercado sigue optimista con respecto al blanqueo y el efecto que podría tener este flujo de dólares que deberán estar invertidos hasta diciembre 2025 para evitar pagar la penalidad. Los depósitos en dólares vienen aumentando de manera consistente sumando USD 1.650 MM desde el 14 de agosto y esperando que se acelere en las últimas semanas de septiembre.

Por otra lado, los títulos locales siguen muy firmes de la mano de un resultado favorable en Diputados con el oficialismo logrando ratificar el veto a la ley de movilidad jubilatoria lo que evita poner en riesgo el superávit fiscal. Mientras que en el plano internacional la semana fue favorable para los créditos emergentes de la mano de una compresión de tasas de los bonos del Tesoro americano de dos y diez años, de 7 y 3 pbs, respectivamente. Los créditos emergentes medidos a través del EMB ETF subieron 0,6% en la semana.



EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



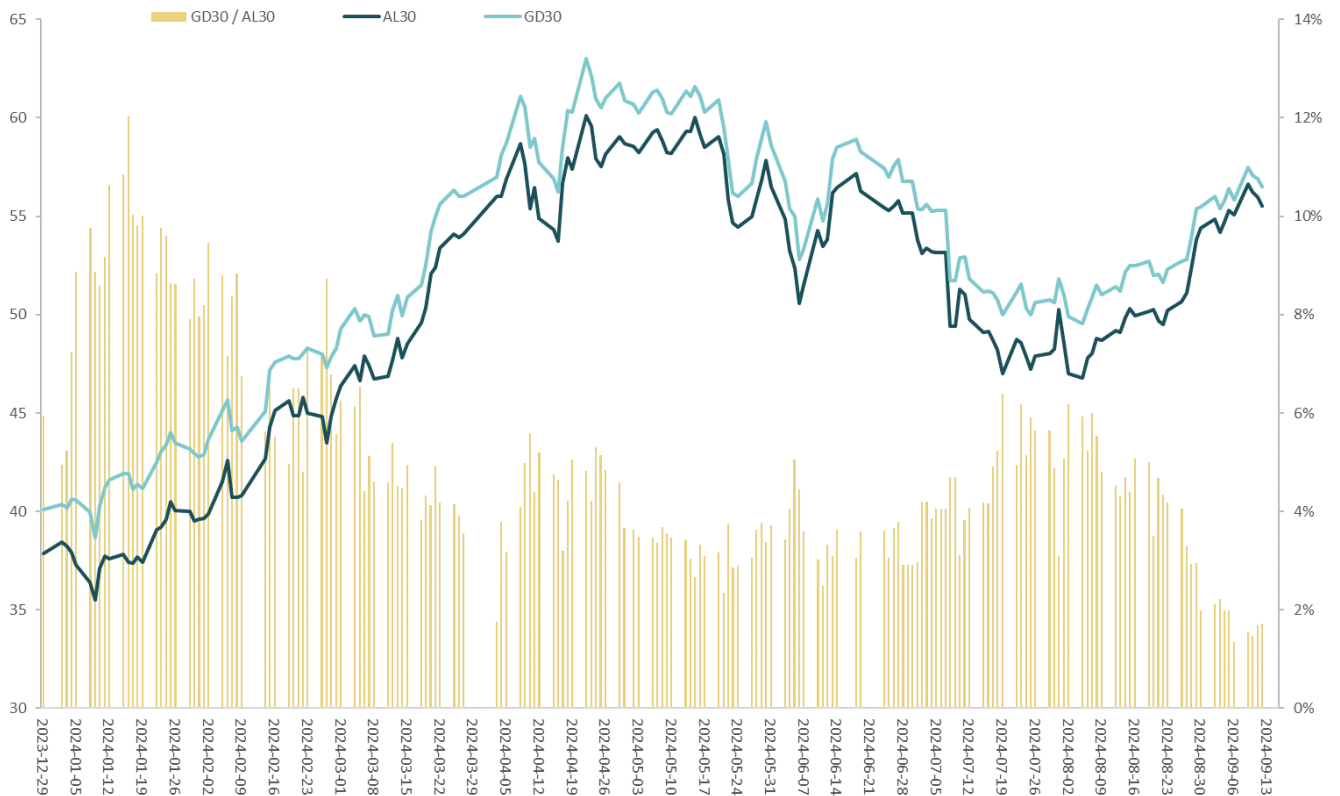
Fuente: IEB en base LSEG.

**Además el Ministro de Economía anticipó esta semana que agosto el Estado volverá a mostrar superávit financiero.** Este dato se conocerá el 19 de septiembre y es sumamente positivo que se vuelva al superávit dado que es la columna vertebral del actual programa, luego de un mes que debido al pago de intereses se tuvo un leve déficit financiero.

**Otro aspecto a destacar es la contracción en el spread de jurisdicciones entre GD30 y AL30 que vuelve a estar en mínimos en torno al 2% cuando a finales de agosto este se ubicaba en 4%.** Esto genera una buena oportunidad de rotar desde AL30 a GD30 dado que este último ofrece mayor protección en términos legales aunque si todo va bien el spread entre ambos debería mantenerse en mínimos.

**Finalmente, respecto a los ONs, YPF llevó a cabo la colocación de su nueva ON clase 31 ley NY a 2031 que cortó a 8,75% logrando recaudar los USD 500 MM planeados, habiendo recibido ofertas por USD 1.784 MM.** Ayer vencía el periodo de aceptación temprana para la recompra de las ONs YCA60 e YCAMO, mientras que se puede ingresar todavía en la etapa de participación tardía hasta el 27 de septiembre donde los precios ofrecidos dejan de ser atractivos. La valuación de la oferta de la YCA60 se ubica en una TIR de 13% mientras que para la YCAMO se encuentra en 10,5%, cuando en el secundario operan en 8% y 8,2% respectivamente.

## Spread de Jurisdicción



**Seguimos pensando que si bien los soberanos más cortos operan con paridades cercanas a las máximas, pensamos que puede haber algo de demanda adicional proveniente del blanqueo que puede generar que rompa este techo.** Además como venimos mencionando dado el flujo de fondos de los bonos 2030, estos permiten recuperar 30% del precio en 2025 y aproximadamente 45% si se cobra hasta la amortización de enero 2026.

**Los drivers de los bonos siguen siendo positivos,** con el gobierno manteniendo el superávit fiscal, manteniendo el apoyo social (medido por el ICG de UTDT) y eliminado toda fuente de emisión que más temprano que tarde terminará desacelerando la evolución de los precios.

**Otra alternativa que ofrece una mejor relación riesgo/retorno a mediano plazo son los títulos de mayor duración (GD35, GD41)** resultando ser una buena apuesta a la normalización de la curva dado la mayor convexidad, mientras que las bajas paridades acotan el potencial downside.

**Entre los bopreales nos gusta el serie 1A que actualmente ofrece una TIR de 20% contra put AFIP y debería estar más ajeno a la dinámica de las reservas puesto que puede utilizarse para el pago de impuestos.**

## EQUITY ARGENTINO

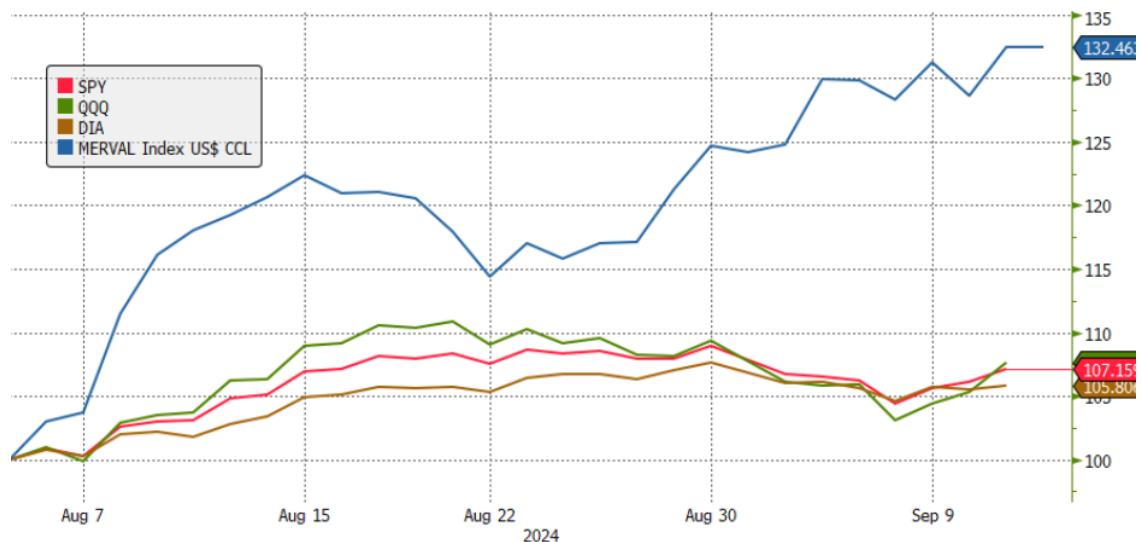
Luego de varios intentos de quebrar la resistencia en 1.400 puntos, en la jornada de ayer, el S&P Merval cerró -medido en US\$ CLL- en 1.410 puntos, lo que marca un nuevo récord. De esta forma, desde el inicio de la gestión Milei, el mercado de equity argentino ha duplicado su valor.

Como mencionamos en el semanal anterior, la tendencia alcista del S&P Merval es innegable y, en nuestra opinión, sustentada en tres factores. Dos que son endógenos e idiosincrasia de la Argentina: la ejecución del plan económico implementado por el gobierno y el comportamiento de la deuda soberana argentina; y un tercer factor exógeno: el buen contexto para la renta variable global.



Fuente: Bloomberg

Comenzando el análisis por el último factor. Luego del lunes negro que afectó a todo el equity global, los índices de acciones se han recuperado significativamente. Dentro de este buen contexto, el desempeño del S&P Merval ha sido descolante superando ampliamente los demás índices.



Fuente: Bloomberg

Luego factores mayormente locales como el comportamiento positivo de la deuda soberana, la apreciación del peso frente a los dólares financieros (y la baja volatilidad que han comenzado a mostrar los mismos) en conjunto con una ratificación constante de los objetivos trazados por el gobierno: superávit fiscal, baja de la inflación (en conjunto con un sinceramiento de precios relativos), desregulación y baja de impuestos para bajar el “costo argentino” y la aprobación del RIGI son factores que impulsan la revalorización de las empresas argentinas.

**En nuestra opinión no hay hoy, factores que nos indiquen una reversión de la tendencia alcista en la que se encuentra el mercado de equity argentino.** Desde una mirada histórica, durante la gestión Macri, el índice alcanzó un máximo histórico (medido en US\$ CCL y ajustado por inflación EE.UU.) de poco más de 2.200 puntos. Haciendo un repaso rápido y crítico a dicha gestión, el índice alcanzó esos máximos con pocos resultados concretos y tangibles.

El levantamiento del cepo cambiario al inicio de la gestión le dio un impulso muy positivo a la percepción de “delivery” del gobierno. Pero problemas fundamentales y de profunda raíz de la economía argentina, nunca fueron abordados: el déficit fiscal -producto de la aplicación de políticas gradualistas- nunca pudo dar lugar a superávits. El endeudamiento externo se incrementó al financiar el mismo con deuda para no fogonear aún más la inflación. Pero aún así, la misma estuvo lejos de controlarse.

**En resumen, el índice Merval alcanzó máximos históricos más alimentado por expectativas de cambio que por realidades concretas. Hoy nuestra mirada es la opuesta:** El gobierno de Milei arrancó con más lentitud en el “delivery”, los precios de las acciones argentinas se anticiparon mucho, comprando expectativas que con el correr de los meses **fueron transformándose en realidad.** Se produjo un sostenido superávit fiscal, se desplomó la inflación de tasas mensuales del 25% a 4,2%, el gobierno ha venido mostrando que comienza a entender el juego político en el congreso -en el que cuenta con una amplia minoría.

**Estos factores más allá de ser realidades palpables y concretas se manifiestan en los resultados de las compañías.** Sectores como reguladas han mejorado sustancialmente sus números por el sinceramiento de las tarifas, oil & gas con el RIGI ya aprobado apunta a una revigorización en su crecimiento. Los demás sectores, tal vez quedan aún rezagados producto de la caída en el nivel de actividad. **Pero los últimos datos que comienzan a conocerse de agosto muestran que la misma habría tocado piso y ya muestran incipientes recuperaciones.**




Fuente: Bloomberg

**¿Cómo continúa la historia?** Por todo lo antes mencionado, nuestra tesis para la renta variable argentina es constructiva. Consideramos que más allá de los movimientos propios del mercado de toma de ganancias y bajas temporales, si el contexto internacional acompaña la tendencia de largo plazo es alcista y si el gobierno continúa mostrando resultados no hay razones para descartar romper máximos históricos en el mediano / largo plazo.

Dicho esto, hay que estar atentos al contexto internacional: Septiembre suele ser un mes en el que los índices del mercado de EE.UU. evolucionan negativamente. Más aún, si incluimos el patrón histórico de las elecciones en el que se suele ver un comportamiento negativo, empeorando cuando el resultado electoral está abierto o es poco claro. Y con los índices cerca de máximos históricos, la volatilidad se vuelve extremadamente alta (algo que se observa claramente en cómo ha venido evolucionando el VIX).

## La Cartera

Nuestra cartera de acciones argentinas permanece sin cambios a nivel sectorial, pero sí realizamos una disgregación y recalibración intrasectorial en el sector Oil & Gas.

 Si bien consideramos que la estrategia de mantener una sólida base en el sector Oil & Gas, al que le otorgamos una ponderación del 50%, el comportamiento y las expectativas sobre el precio del Brent nos llaman a hacer una selección en cuanto a las empresas que mejor se posicionan para transitar esta baja. **Nuestra selección en dicho sector son: YPF (YPFD), TGS (TGSU2) y Pampa Energía (PAMP).**

El gran desafío para los próximos trimestres es la evolución del precio del Brent; en los últimos meses el precio del crudo se ha desplomado lo que afecta directamente los precios a los que finalmente quedarán realizadas las ventas.



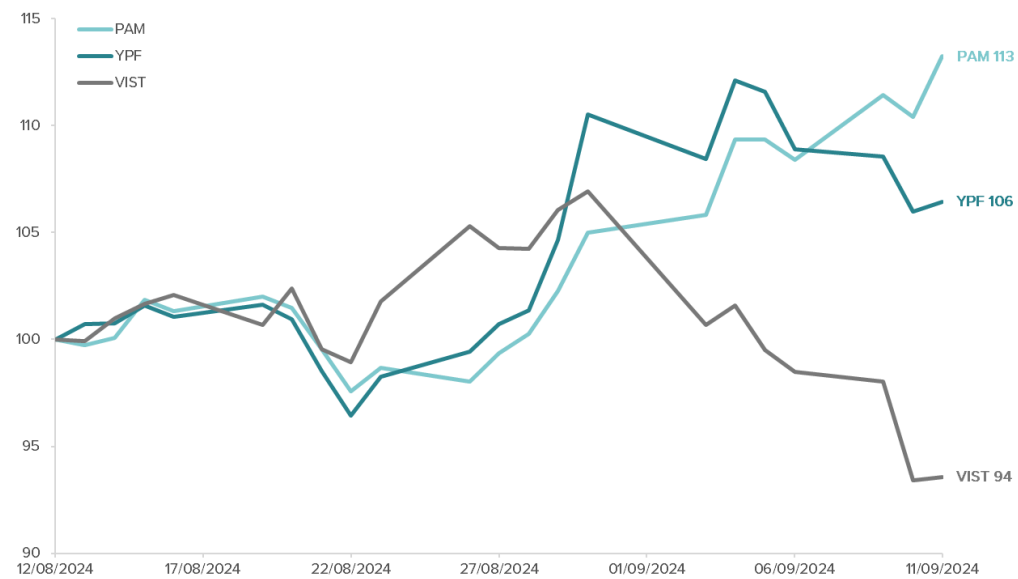
Fuente: Bloomberg

Es por ello que en este contexto del Brent creemos que **Vista Energy (VIST)**, se encuentra mucho más expuesta a las variaciones de precios. En el caso de YPF, al ser una petrolera integrada posee un margen de maniobra mayor; la caída en los precios realizados en el segmento “upstream” puede ser compensada por mayores márgenes en los segmentos de “midstream” y “downstream” dado que la elasticidad de los precios de combustibles refinados es sustancialmente menor a la del crudo.

Pampa Energía por su parte tiene poca exposición hoy por hoy al crudo ya que su segmento Oil & Gas es mayoritariamente producción de gas. A futuro y dado que el plan de expansión de la compañía pasa por una fuerte apuesta al shale-oil en Vaca Muerta, vía un fuerte plan de inversión en Rincón de Aranda, la exposición será mayor. Pero por el momento se encuentra “protegida” del desplome en precios internacionales.

Creemos que en el 3T veremos precios realizados de crudo más bajos, veremos compañías intentando canalizar una mayor producción al mercado local (pues contarían con paridades más atractivas que las de exportación) pero es importante recalcar que el mercado local no logrará absorber toda la oferta.

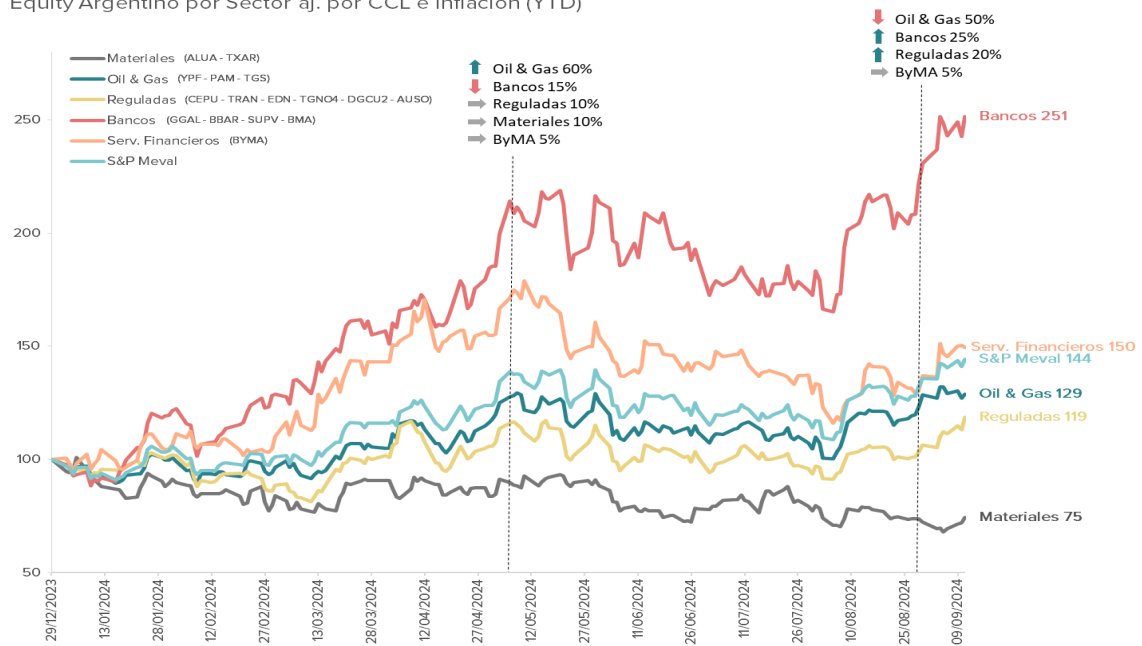
PAM - YPF - VIST ADRs (Últimos 30 días)



Fuente: IEB en base a LSEG.

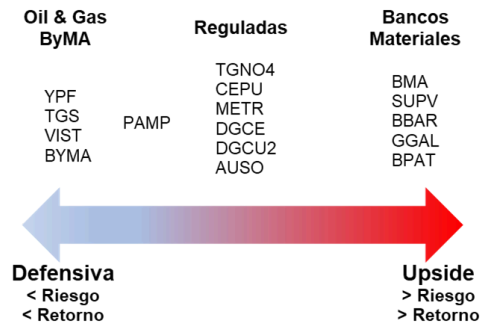
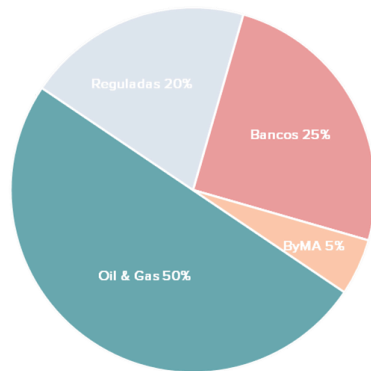
El resto de la cartera no presenta modificaciones y la estrategia de haber incrementado la exposición a bancos y reguladas un par de semanas atrás ha probado ser correcta.

Equity Argentino por Sector aj. por CCL e inflación (YTD)



Fuente: IEB en base a LSEG.

**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](mailto:anobile@grupoieb.com.ar)

#### **LUCAS DECOUD**

*Analista - Renta Fija*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

#### **PEDRO AFFLITTO**

*Analista - Renta Fija*

[pafflitto@grupoieb.com.ar](mailto:pafflitto@grupoieb.com.ar)

#### **IGNACIO SNIECHOWSKI**

*Head of Equity Research*

[isniechowski@grupoieb.com.ar](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

#### **GABRIEL PRORUK**

*Analista - Equity*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

#### **NORBERTO SOSA**

*Director*

[nsosa@grupoieb.com.ar](mailto:nsosa@grupoieb.com.ar)

#### **FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista - Macro*

[fherrera@grupoieb.com.ar](mailto: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.