

06 de marzo de 2024

Daily Mercados

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

La deuda en dólares cambió la racha con la que inició la semana

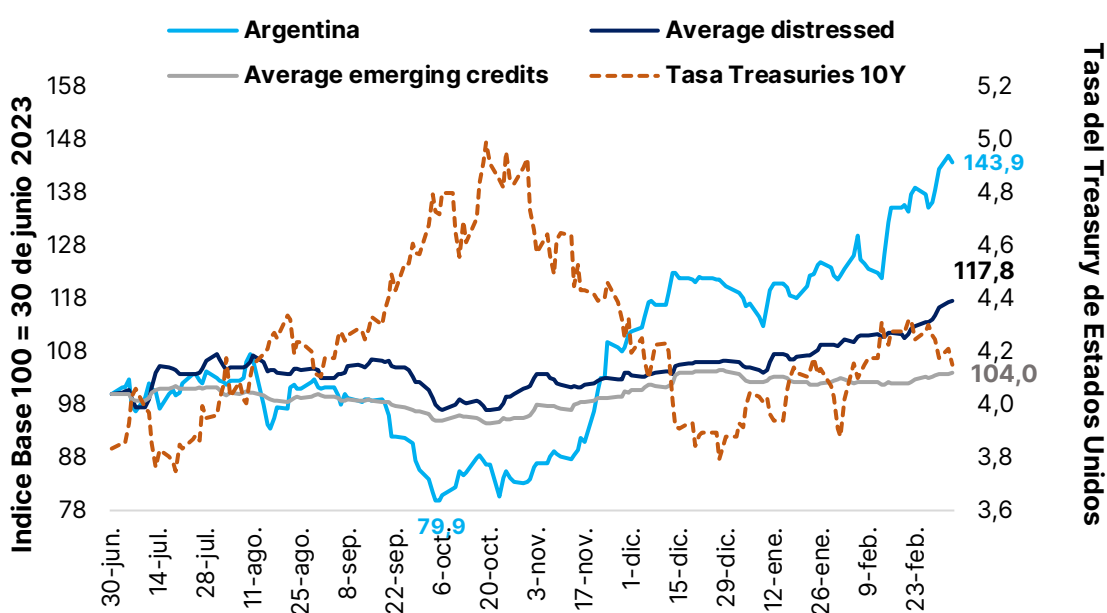
Los Globales descendieron ayer en lo que fue una rueda positiva para el universo emergente.

En detalle, la curva de soberanos en moneda dura recortó entre 1,3% y 0,4% lo que llevó al precio promedio ponderado de los Globales hacia la zona de los US\$42,3. Específicamente, la deuda soberana en dólares devolvió la mitad de las ganancias que dejó la performance del lunes. Más allá de lo mencionado anteriormente, hoy las cotizaciones en el exterior de los Globales amanecen levemente al alza, son subas hasta 0,4%. Veremos si cambia la tendencia de la rueda de ayer.

El desempeño de ayer contrasta notablemente con el de otros títulos de deuda emergente/distressed.

Tomando medidas generales, podemos mencionar al *EMB ETF* que sumó 0,2% a su cotización, mientras que el *BBG Emerging Market Index* hizo lo propio en la misma magnitud. Por su parte, dirigiéndonos a variaciones más puntuales, bonos como los de Pakistán, Bolivia y Ghana, títulos distressed con calificación similar a los bonos criollos, se expandieron entre 0,3% y casi 2% ayer. **Este desempeño refleja una buena tónica para la deuda en las pantallas del exterior y fue principalmente motivado por la tasa de los Treasuries.** Los rendimientos de los bonos del Tesoro descendieron a lo largo de la curva, algo positivo para el segmento. Ampliando este punto, si la tasa libre de riesgo de los bonos del Tesoro americanos comprime, es esperable ver migraciones de capital de jugadores de mercados con perfiles más agresivos desde activos de calidad a títulos de menor solidez (*high yield*). Así, la tasa de referencia a 10 años recortó 6pbs, hasta 4,15%, mientras el tramo corto (tasa a 2 años) hizo lo propio en 4pbs, hasta 4,56% (ver sección internacional).

Evolución emergentes, distressed y GD30 contra Treasuries 10Y



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

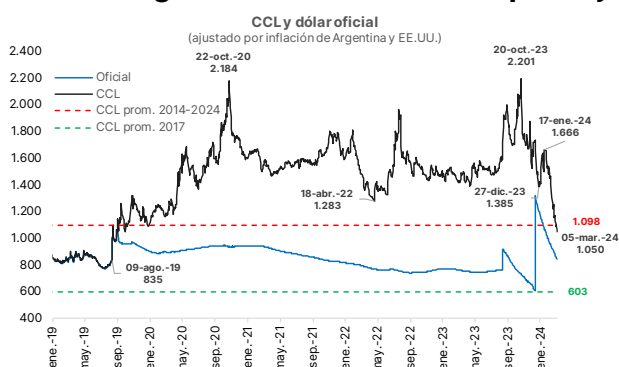
Como venimos mencionando, **el comportamiento alcista de la deuda en dólares lo pensábamos como un momento de euforia más que como una suba con fundamentos concretos.** En este sentido, si bien que Milei exhiba una posición dialoguista convocando a los Gobernadores lanzando el Pacto de mayo genera un clima positivo para la deuda en dólares, recordemos la tensión entre gobernadores y Nación reinante la semana pasada persiste. En otras palabras, habrá que aguardar para ver cómo se desenvuelve el debate entre las partes.

Por otro lado, siguiendo con el plano local, el Banco Central ofrece hoy y mañana en su segunda licitación hasta US\$2.509 millones de la Serie 3 de los Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL). Seguimos sin tener una referencia de precio clara en el secundario, de hecho, la emisión de la semana pasada líquida recién mañana. Pero sin la posibilidad de realizar pagos de impuestos con dicho bono y con un primer pago de amortización recién en noviembre del 2025, el rendimiento debería estar más próximo al strip D del BOPREAL Serie 1.

Mientras se aprecia el peso, ¿el BCRA acelera el crawling?

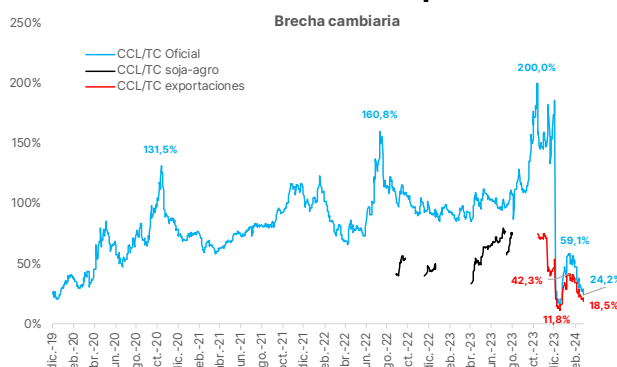
En una rueda en la que los Globales revirtieron parcialmente la fuerte suba del lunes, el peso volvió a desmarcarse y continuó su sendero de apreciación. El CCL recortó 1,3% ayer, tras la baja de 1,9% del lunes, para cerrar en 1.050. De esta manera, la baja nominal desde el 22 de enero acumula 19,7%. Más importante aún, **la apreciación real desde mediados de enero es 37% y los niveles actuales son en términos reales los más bajos desde septiembre 2019**, quebrando ya el promedio de los últimos diez años de 1.098. A modo de referencia, el tipo de cambio promedio de 2017 (antes del *Sudden Stop* de 2018) todavía queda muy por debajo, en 603. En cuanto a los determinantes de la profundización de esta apreciación, en una rueda adversa para los activos argentina como la de ayer, **sigue quedando claro que de corto se impone más el flujo resultante del blend 80/20%** que la expectativa de reordenamiento macro. Al respecto, la media de diez días de liquidación en el CCL de los exportadores llega a US\$60 millones diarios, habiendo tocado US\$84 millones y US\$65 millones viernes y lunes (vale aclarar que los exportadores tienen hasta cinco días para vender en CCL desde que liquidan en MULC).

El CCL sigue extendiendo su abrupta baja



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

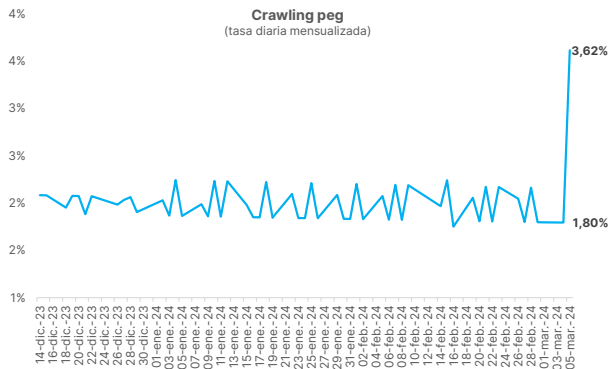
La brecha continúa comprimiendo



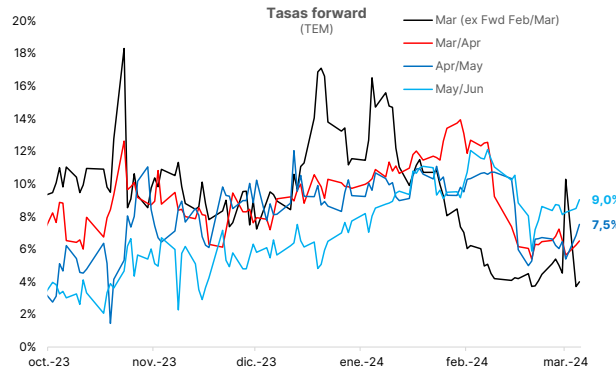
La baja del CCL redundó en una brecha cambiaria que comprime y sigue acercándose a los mínimos de la Administración Milei. La brecha entre el CCL y el dólar oficial descendió ayer hasta 24,2% (mínima desde 15,2% el 27 de diciembre), mientras que **la efectiva de los exportadores** (clave para que la liquidación siga fluyendo) **recortó hasta 18,5%** (11,8% fue la más baja). Respecto al dólar oficial, **llamó la atención la suba de un peso diario, de 844,25 a 845,25**, frente a los 0,5 que venía subiendo para mantener el *crawling peg* en torno a 2% mensual. En términos de tasa, esto se traduce como un **ritmo de devaluación mensualizado que saltó de 1,80% a 3,62%**. El mercado de futuros reaccionó a este movimiento atípico con subas relevantes en la parte corta de la curva: +0,5% abril, +1,2% mayo, +1,7% junio y +1,7% julio. De esta forma, la expectativa de devaluación, cristalizada en las tasas forwards mensuales, subió de 6,8% a 7,5% para mayo y de 8,5% a 9% para junio. **Será clave la rueda de hoy para determinar si el deslizamiento del tipo de cambio avalado por el BCRA se trató de un outlier o de un nuevo ritmo.** Vale recordar que como resultante del *crawling* al 2% y la inflación viajando al 25,5% en diciembre,

20,6% en enero y en torno a 15% en febrero, el tipo de cambio real ya bajó 34% y se ubica apenas 14,5% por encima de los niveles pre devaluación de agosto 2023.

¿Nuevo ritmo devaluatorio?



ROFEX reaccionó al alza



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

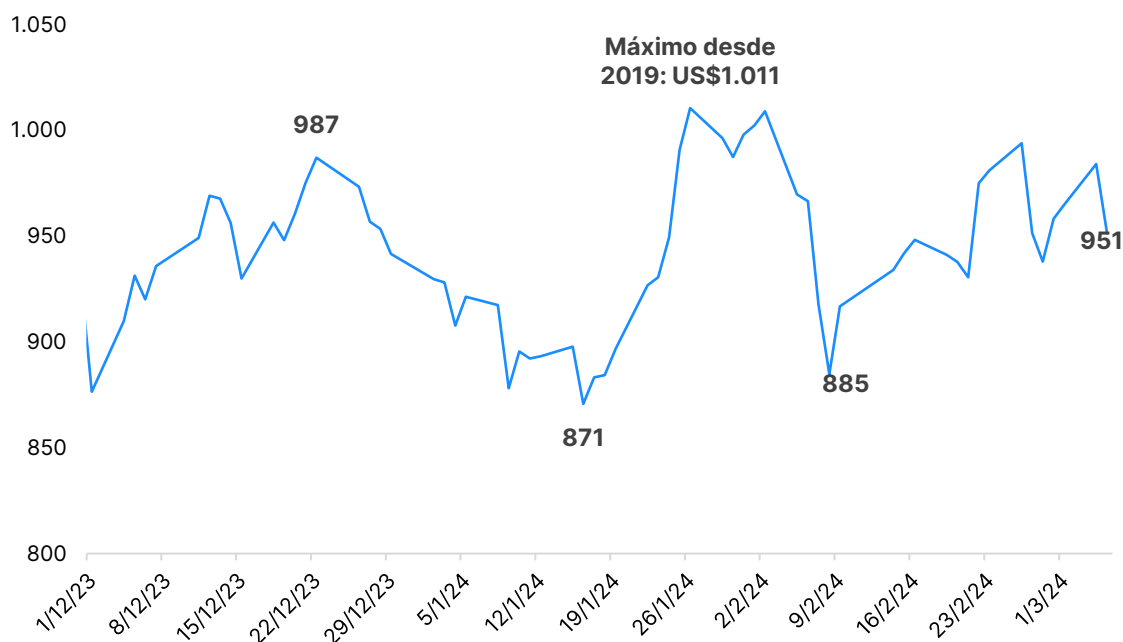
El Merval recortó la suba del lunes

El Merval cerró ayer con una baja de 3,3% hasta los US\$951. De esta manera, el recorte superó a la suba del lunes en la que el discurso del presidente podría haber generado el rally que vimos por la mañana y luego fue cediendo a la oferta en horas de la tarde. Medida en pesos, la caída fue del 5,2%, en tanto que el tipo de cambio implícito de los ADRs recortó 2%.

En la bolsa local, **todos los activos del panel líder operaron con grandes pérdidas, entre los más afectados encontramos a TRAN (-8,25%), TXAR (-7,43%) y TGSU2 (-7,06%)**. A su vez, mostraron un comportamiento más defensivo papeles como CRES (-2,13%), CEPU (-3,26%) y BBAR (-3,89%). Cabe mencionar que **tanto TRAN como TGSU2 presentaron los balances del 4Q23 con resultados negativos** (Ver Transportadora de Gas del Sur presentó 4Q23 y TRAN y un balance que refleja el atraso tarifario). Por su parte, los ADRs cerraron la rueda en rojo, con excepción de CAAP (+1,47%) y CEPU manteniéndose prácticamente flat. Las peores performances estuvieron en TGS (-5,43%), LOMA (-4,15%) EDN (-3,82%) y GLOB (-3,78%).

En la rueda de ayer vimos un cambio de color en el mercado respecto del inicio de la semana, tanto los bonos como las acciones mostraron perdidas considerables respecto de la rueda del lunes. Solamente el peso continuó apreciándose como lo hizo a lo largo del mes de febrero. Al parecer, el llamado al diálogo por parte del presidente fue valorado por los inversores. Sin embargo, hasta que no existan avances más claros, el comportamiento prevalente parece ser la cautela, y en algunos casos, encontraron en la suba del lunes la oportunidad de tomar ganancias.

El Merval cayó 3,3% en la rueda del martes



Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Transportadora de Gas del Sur presentó 4Q23

Transportadora de Gas del Sur (TGS) presentó el cuarto trimestre de su año fiscal 2023 (4Q23), el cual cerró con pérdidas por \$23.461 millones (\$31,17 por acción). A modo comparativo, en el mismo período del 2022 había obtenido ganancias por \$16.697 millones. **La baja en los resultados operativos (\$22.647 millones, un 26% por debajo del 4Q22) se explicó por los menores ingresos por ventas del segmento Producción y Comercialización de Líquidos de Gas Natural y Transporte de Gas Natural.** Estos fueron parcialmente compensados por mayores ingresos en el segmento Midstream y otros servicios en conjunto con la reducción de los costos operativos. En lo que respecta a **la mejora de los costos operativos frente al 4Q22, esta se explica en su totalidad por una reducción en los costos por compra de gas natural (-45%),** que fue parcialmente compensada por un aumento en los costos laborales (+19%), gastos de reparación y mantenimiento de PP&E (+10%) y servicios de terceros (+15%).

Desagregando cada segmento de la compañía, observamos que **el sector de Transporte de Gas Natural obtuvo pérdidas operativas por \$11.376 millones, como consecuencia de una baja en los ingresos por ventas (-24%) y un aumento en los costos operativos (19%).** Este es el segmento del negocio que está sujeto a la regulación del ENARGAS. Recordemos que el último aumento de tarifas otorgado fue en abril de 2023. La participación en las ventas de este segmento en el total de TGS fue del 20% en el 4Q23.

En cuanto a la Producción y Comercialización de Líquidos, esta representó el 54% de los ingresos en el 4Q23, mientras que en el 4Q22 representó el 66% del total. Los **ingresos por venta fueron de \$55.303 millones (-32% vs 4Q22),** y fueron parcialmente compensados con una caída en los costos operativos de 40% (\$30.063 millones vs 50.396 millones en el mismo trimestre de 2022). De esta manera, **el resultado operativo fue de \$20.789 millones, captando una caída del 19% yoy.** En la reducción de los ingresos por venta, juegan un rol preponderante la baja de los precios internacionales de referencia del propano, el menor volumen comercializado, la caída de los precios del etano, que fueron parcialmente compensados por el efecto de la devaluación, el

incremento de los servicios prestados y el precio del butano comercializado en el Plan Hogar. **Los volúmenes vendidos cayeron un 19% principalmente debido a menores exportaciones de propano, butano y etano.**

Por último, **el segmento Midstream y Telecomunicaciones, que incluyen principalmente los servicios prestados en Vaca Muerta, arrojó una utilidad operativa de \$13.233 millones, lo que representa un crecimiento en términos reales del 161% frente al último trimestre de 2022.** El aumento de los ingresos por ventas se explica por mayores servicios de transporte y acondicionamiento de gas natural en Vaca Muerta, el efecto de la devaluación del tipo de cambio sobre las ventas denominadas en dólares y mayores servicios. Este segmento *midstream* no regulado sigue ganando terreno en la proporcionalidad de ingresos de TGS, y creemos que acercará aún mayores beneficios hacia la Producción y Comercialización de Líquidos en el corto plazo.

En el balance de TGS podemos ver el efecto de la falta de actualización de las tarifas en el segmento de regulados, que llevó a pérdidas en el segmento de Transporte de Gas. No obstante, el 8 de enero de 2024 se celebró la audiencia pública para considerar el aumento tarifario y hasta la fecha, el ente regulador no autorizó el aumento. Asimismo, el estado de resultados refleja el potencial y crecimiento que viene experimentando Vaca Muerta en los últimos años, y en las empresas que ahí operan. **En pocas palabras, TGS es una empresa que puede beneficiarse en un escenario de normalización tarifaria del segmento regulados sumado a su capacidad de explotar el segmento midstream en una región en pleno desarrollo.**

TRAN y un balance que refleja el atraso tarifario

En su último trimestre del año (4Q23), Transener tuvo ingresos por ventas por \$27.373 millones y costos de explotación por \$36.836 millones, lo que determinó un resultado bruto negativo de \$9.463 millones. Frente al mismo trimestre del 2022, el resultado bruto negativo crece en un 136%, en parte debido a mayores costos de mantenimiento derivados de la reparación de dos compensadores sincrónicos de la Estación Transformadora Ezeiza. Descontando los gastos de administración y otros ingresos/egresos operativos, **el resultado operativo del trimestre fue de -15.228 millones de pesos.** Los ingresos financieros prácticamente se compensan con los resultados por exposición al cambio de la moneda y considerando el impuesto a las ganancias, las pérdidas del período totalizan \$12.429 millones, gracias a un crédito impositivo de \$5.887 millones.

Cabe mencionar que este mal trimestre para TRAN no es representativo de la foto del año ya que, a lo largo del ejercicio 2023, prácticamente duplicó el resultado operativo (vs 2022) y obtuvo ganancias por \$6.578 millones, un 23% por encima del período fiscal previo.

En esta línea, el balance refleja un trimestre de aceleración inflacionaria y tarifas fijas, que encarecieron los costos de explotación y mantuvieron congelados los ingresos. Por este motivo, es esperable que los números mejoren a partir del 1Q24, dado que para el segmento regulado que opera Transener se publicaron cambios normativos que permiten la actualización de tarifas. Así, se espera que para el 2Q24 comience a regir la fórmula de actualización de tarifas que limite el atraso en los ingresos por ventas de la compañía.

En este sentido, a través del decreto N° 55/2023 del 16 de diciembre de 2023, se declaró hasta el 31 de diciembre de 2024 la emergencia en el Sector Energético Nacional en lo que respecta a los segmentos de generación, transporte y distribución de energía eléctrica bajo jurisdicción federal. Este decreto dictaminó la revisión tarifaria y se convocó a la audiencia pública realizada

el 29 de enero de 2024. **Por ello, el 19 de febrero el ENRE estableció un aumento del 179,7% y 191,1% para Transener y Tansba, respecto de los valores de noviembre de 2023. Además, se dictaminó el ajuste automático de la tarifa a partir de mayo según una fórmula que combina Índices de Salarios, Precios Mayoristas y Precios al Consumidor.**

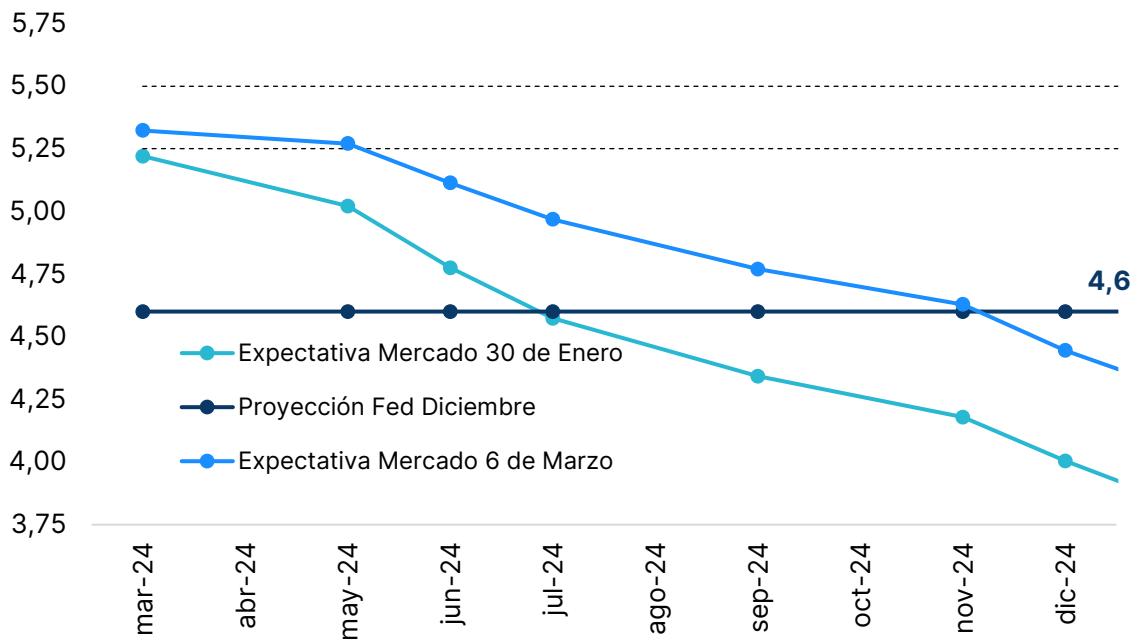
Como comentario general del **balance del 4Q23 de TRAN** podemos decir que **muestra por completo los efectos de operar en el sector regulados con la imposibilidad de ajustar las tarifas en la misma medida que aumentan sus costos.** Aun así, los aumentos ya autorizados auguran un mejor 1Q24, pues la posibilidad de una normalización tarifaria en el segmento podría ser muy beneficiosa para la compañía.

Trump y Biden se encaminan como los principales candidatos presidenciales en EE.UU.

Supermartes en Estados Unidos. **Tanto Joe Biden como Donald Trump dominaron las elecciones primarias de los partidos Demócrata y Republicano.** A su vez, Nikki Haley, del partido Republicano logró una victoria en Vermont, cosechando su segunda victoria sobre Trump. Sin embargo, según una nota publicada por el [The Wall Street Journal](#), la ex embajadora de la ONU está suspendiendo su campaña para la nominación presidencial republicana, dejando a Donald Trump en camino para convertirse en el candidato republicano.

Además, **hoy habla el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell que se dirige al Capitolio para dar su testimonio semestral ante al congreso.** De esta manera, ayer en una rueda complicada para el mercado estadounidense, la expectativa de observar un recorte en la tasa de referencia en la reunión de junio aumentó a 63,6%, desde los 58,2% del lunes. Más allá de esto, **los analistas esperan que Powell reitere que la Fed no tiene apuro por recortar tasas,** luego de la aceleración de la inflación registrada en enero. En distintas entrevistas y discursos, diferentes miembros de la Reserva Federal declararon que pueden darse el lujo de ser pacientes dada la fortaleza subyacente de la economía norteamericana. En este contexto, **ayer los principales índices bursátiles sufrieron fuertes descensos.** El Nasdaq cayó 1,65%, a su vez que el Dow Jones y el S&P 500 descendieron 1,04% y 1,02%, respectivamente. Al margen de lo sucedido ayer, hoy los futuros de los principales índices recuperan parte del terreno perdido (Nasdaq: +0,77% | S&P 500: + 0,42% | Dow Jones: 0,26%). Por otro lado, ayer los rendimientos de los Treasuries recortaron a lo largo de la curva. La tasa de referencia a 10 años recortó 6pbs, hasta 4,15%, a su vez que el tramo corto (tasa a 2 años) achicó 4pbs, hacia la zona de 4,56%. Como resultado, el spread entre la tasa de 10 y 2 años cerró en -40,75pbs.

Expectativa de tasas por parte del mercado vs lo proyectado por la Fed
(En %)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En cuanto a las noticias económicas del día de hoy, **la Reserva Federal publicará el beige book**, donde publican un resumen de la situación económica actual. Asimismo, tendremos novedades acerca del mercado laboral, ya que, hoy se publica ADP, una consultora privada que hace un relevamiento del cambio en el empleo en las grandes ciudades. En esta línea, **hoy también se darán a conocer las vacantes de empleo, JOLTS**, donde los analistas del mercado estiman 8,85 millones vacantes abiertas en enero.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

📞 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.