

08 de marzo de 2024

# Daily Mercados

ppi

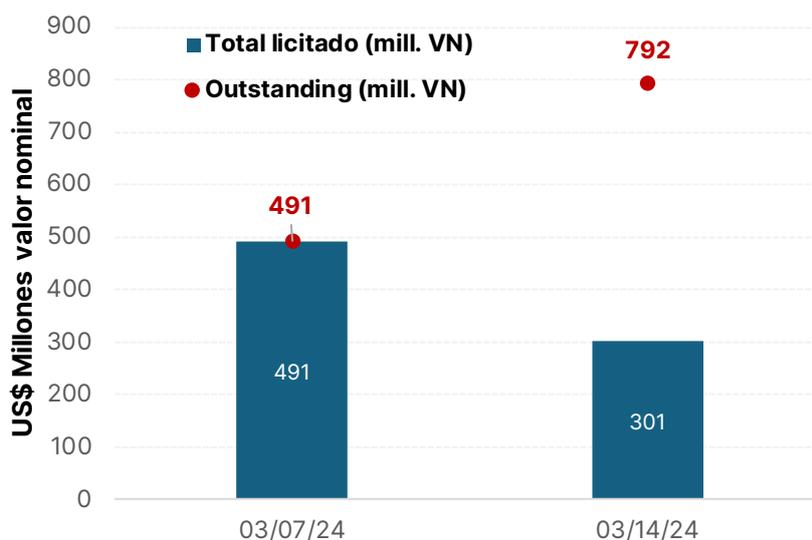
Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

### ¡Todas las novedades sobre los BOPREAL!

**El Bopreal Serie 1 luce imparable, aunque la posición técnica todavía es un desafío.** Hace una semana, el Bopreal Serie 1 finalizó su última rueda operando como un único título (sin estar *strippeado*) a un precio de US\$64,5. A pesar de que esperábamos que el *strip* mejorara la valuación del Bopreal, la magnitud de la suba potencial era un interrogante y sorprendió para bien. **Al considerar al Bopreal Serie 1 como un único título** (agregando los cuatro *strips*), **este escaló 9,7% en apenas cinco ruedas hasta US\$70,8**, superando con creces la performance de los Globales en el mismo período. Al respecto, el precio promedio ponderado de los bonos criollos se incrementó sólo 3,5%. **Cabe destacar que este rally estuvo impulsado por los dos títulos más largos, los cuales aumentaron incluso en mayor medida que la Serie 1 en conjunto** (C: +13,3% y D: +20,4%). A pesar de que este instrumento es ley local y que el mayor *seniority* del crédito del BCRA (en relación con el soberano) se pondría a prueba en un contexto económico adverso, los inversores ven los tramos más baratos como una buena estrategia para entrar en activos locales ante las perspectivas optimistas, intentando maximizar los flujos de corto plazo durante la administración de Milei. Sin embargo, seguimos algo preocupados por la desafiante posición técnica de estos instrumentos. En detalle, el volumen operado total contra CCL en el mercado local es de sólo US\$746,9 millones VN, lo que representa apenas 14,9% del *outstanding*. Por lo tanto, consideramos que casi 85% de la Serie 1 del Bopreal continúa en manos de los importadores.

Por otro lado, ayer **el Banco Central colocó US\$301 millones VN de Bopreal Serie 3**. Según el comunicado, se recibieron 205 ofertas, que fueron adjudicadas en su totalidad. De esta forma, se suscribieron US\$792 millones VN en las primeras dos licitaciones de esta serie, representando tan solo 26% del monto máximo a emitir (US\$3.000 millones VN). Dada la desaceleración de la demanda de los importadores en el mercado primario, **el Central anunció que las próximas subastas de los BOPREAL Serie 3 serán abiertas a todos los importadores con deudas comerciales, incluso para aquellos que no se hayan inscripto en el Padrón de Deuda**.

### Licitación y outstanding Bopreal Serie 3



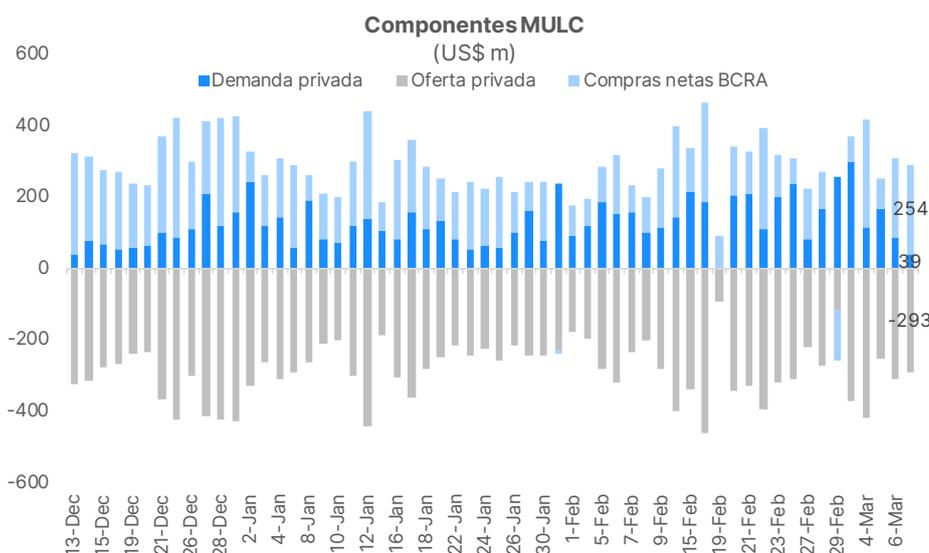
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### El BCRA acapara la oferta del MULC y la inflación de CABA siembra optimismo

Ayer **el Banco Central adquirió US\$254 millones en el mercado oficial**, acelerando en el margen desde US\$225 millones el miércoles. Lo más destacable de la última rueda fue que **el BCRA**

**compró prácticamente la totalidad de la oferta** (medida como el volumen operado en dólar spot en MAE con liquidación en dicho día). Al respecto, **capturó casi 87% de la misma**, aumentando el ratio de compras oficiales desde 72% el lunes, 33% el martes y 72% el miércoles. Esta cifra es la más alta desde el 19/02, cuando el Central compró la totalidad de la oferta del MULC. En consecuencia, **la demanda privada disminuyó notablemente desde US\$87 millones el miércoles a US\$39 millones ayer, aunque, tomando mayor perspectiva, recortó desde US\$170 millones el martes**. Por su parte, la oferta cedió en el margen desde US\$312 millones a US\$293 millones. En la comparación semanal, es elocuente que **el BCRA aceleró su ritmo de compras tanto por una menor demanda privada como por un incremento de la oferta**. En detalle, el Central lleva adquiridos US\$866 millones en lo que va de la semana, lo que contrasta con unos magros US\$178 millones en las primeras cuatro ruedas de la semana anterior (recordar que hubo una venta por US\$142 millones). En tanto, la demanda privada se hundió de US\$744 millones a US\$414 millones en el mismo período, mientras que la oferta del MULC escaló de US\$1.063 millones a US\$1.280 millones. Con respecto a la oferta de la semana previa, el número mencionado considera US\$142 millones aportados por el BCRA. Quitándole este monto para medir la oferta "privada", la suba es más notoria al saltar desde US\$921 millones entre lunes y jueves pasado.

### El BCRA acaparó prácticamente toda la oferta del MULC

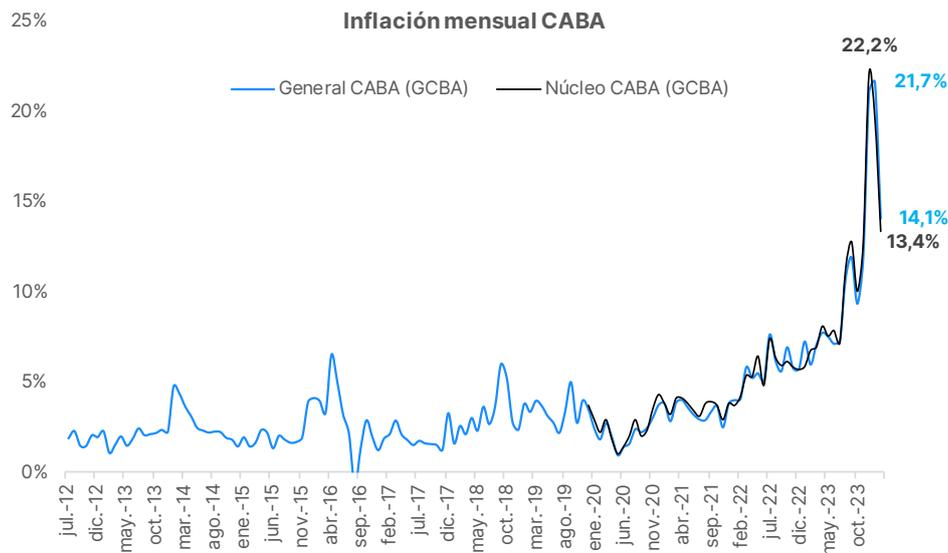


Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

En otras novedades, como adelantamos en nuestro [último Daily](#), ayer el instituto estadístico de la Ciudad de Buenos Aires publicó su medición del IPC de febrero. **La inflación de CABA se desaceleró de 21,1% en diciembre y 21,7% en enero a 14,1% en febrero**. Profundizando sobre la medición, los bienes cedieron de 24,2% a 13,3%, a la par que los servicios tuvieron un recorte más moderado de 19,6% a 14,8%. Mirando otra clasificación, los precios estacionales apenas aumentaron 2,4% versus 34,5% en enero. En cambio, los regulados saltaron 26,5%, acelerando desde 17,1% previo, reflejando la suba del colectivo en AMBA de 250%. Así las cosas, **la inflación núcleo**, que refleja la tendencia inflacionaria, **desaceleró de 19,7% a 13,4%**, ubicándose por debajo de la general principalmente por excluir la suba de regulados de su medición. Si el INDEC hubiese medido las mismas variaciones para la región de GBA, la más comparable dentro del IPC nacional, tanto para bienes y servicios como para estacionales, regulados y núcleo, la inflación en esa región podría rondar entre 13,7% y 14,2%. Al aplicarle los ponderadores nacionales, **el IPC de febrero podría oscilar entre 13,7% y 14,1%**. Una medida más estilizada, que considera las variaciones en las distintas categorías del IPC (alimentos, transporte, prendas de vestir, etc.),

arroja que la inflación en GBA podría ubicarse alrededor de 14,4% y el IPC nacional **en torno a 14,5%**. Si bien la comparación con Nación no es del todo precisa, dado que habría que ver qué sucedió en el resto de las regiones, es un buen *proxy*. GBA es la región con mayor ponderación dentro del IPC nacional con un peso de 43,3%. Destacamos que, **en caso de que la inflación se encuentre en la zona que sugiere el IPC de CABA, nuevamente se ubicaría por debajo de lo esperado por el REM (15,8% total y 15,3% top 10)**.

### El IPC de CABA desaceleró por debajo de 15% en febrero



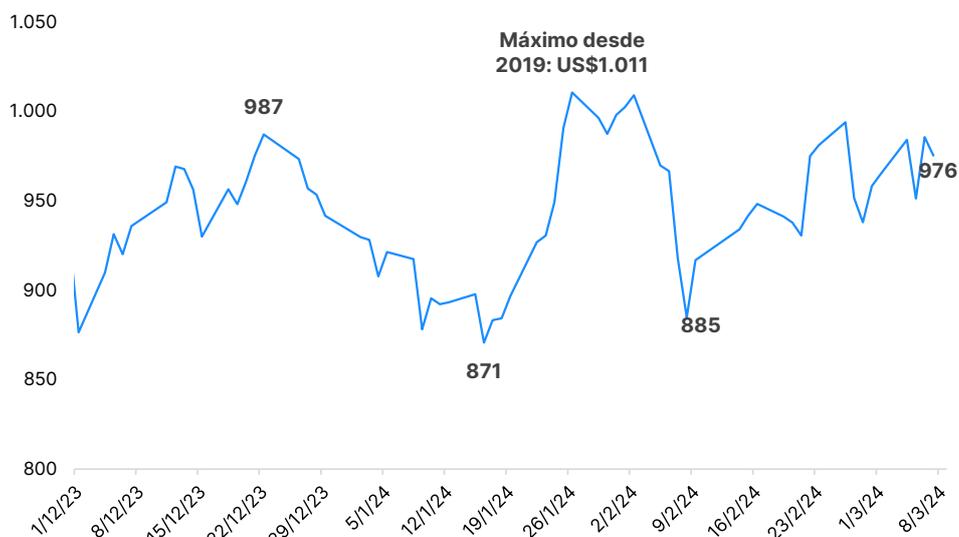
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Semana en zig-zag para el Merval

**El Merval tuvo ayer una baja del 1,0% hasta los US\$976.** Medido en pesos, la caída fue del -0,5%, mientras que el tipo de cambio implícito de los ADRs subió 0,5% cortando la racha bajista que mostró en la semana (en la que acumuló una baja de 6,7%). **En la bolsa local, las acciones operaron mayormente a la baja.** Los bancos nuevamente mostraron un comportamiento defensivo y solamente VALO (-2,21%) y BMA (-0,11%) cerraron la rueda en negativo. En tanto que **los servicios públicos y energía junto con comunicación sufrieron las mayores pérdidas**, encabezados por TECO2 (-6,33%), PAMP (-5,44%) y TRAN (-4,20%). Por su parte, los ADRs operaron mayormente en negativo, con unos pocos casos que mostraron fuertes subas. DESP (+9,11%), SUPV (+5,25%) y BBAR (+4,21%) fueron sus mayores exponentes. Del extremo opuesto, los papeles con mayores pérdidas fueron PAM (-5,78%), TEO (-4,66%) y VIST (-3,66%). **Un comportamiento similar se observa en lo que va del año, con bancos acumulando las mayores ganancias y servicios públicos y energía con grandes pérdidas, con la excepción de YPF y VIST.**

Como mencionamos en la edición de ayer del Daily, **TRAN alertó sobre su delicada situación de caja.** A ello se le sumó **PAMP**, que presentó su 4Q23, **alertando sobre la demora en los pagos de CAMMESA.** También plantearon que no existe una fecha cierta a partir de la cual podría normalizarse la situación. **Uno de los posibles efectos de la falta de estos ingresos, más allá de presionar sobre la caja de la compañía en el inmediato, sería la eventual postergación de sus inversiones en CAPEX, lo que resultaría en un menor crecimiento para el sector.**

## Semana en zig-zag para el Merval

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)****Pampa Energía presentó su 4Q23**

Pampa Energía presentó los resultados del 4Q23, trimestre durante el cual **generó US\$362 millones en ingresos por ventas (-19% yoy)**, siendo US\$306 por el mercado local y los restantes US\$56 millones por exportaciones. Del otro lado, el costo de ventas fue de US\$257 millones (-8% yoy), **lo que generó un resultado bruto de US\$105 millones (-37,5%yoy). En cuanto al resultado operativo, este fue de US\$10 millones (en 4Q22 fue de US\$150 millones)**. La fuerte reducción no solo viene explicada por las menores ventas, sino también por un aumento de los gastos de administración, un deterioro de activos intangibles e inventarios 9,5x superior al 4Q22, y un resultado negativo por la participación en negocios conjuntos y asociadas (-US\$44 millones vs US\$5 millones de ganancia). Los resultados antes de impuestos ascienden a US\$96 millones, debido a que los resultados financieros netos fueron positivos en US\$86 millones. Descontando el impuesto a las ganancias, **el resultado del período fue una pérdida de US\$153 millones (-2,9 por ADR)**.

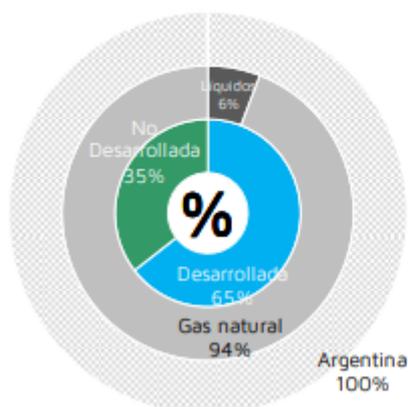
Dirigiéndonos a los segmentos en particular, durante el último trimestre **los ingresos por Generación de electricidad ascendieron a US\$141 millones (-13% yoy)**, en tanto que **el segmento de Petróleo y gas generó US\$118 millones (-24% yoy)**. Una baja similar sufrió **el segmento de Petroquímica, cuyas ventas también sumaron US\$ 118 millones, un 23% menos en términos interanuales**.

Interiorizándonos dentro del segmento de Generación eléctrica, vemos que la baja en las ventas se debió a un menor despacho térmico como consecuencia de una reducción en la demanda eléctrica y mantenimientos programados, a los que se les sumó que la turbina de gas de Central Térmica Loma La Lata, averiada en julio, no volvió a estar operativa hasta enero. A su vez, la menor generación resultó en una reducción del reconocimiento del gas por parte de CAMMESA. Estos resultados fueron parcialmente compensados por la adquisición de PEA (Parque Eólico Arauco) en diciembre de 2022 y la habilitación de PEPE IV (Parque Eólico Pampa Energía IV). Cabe destacar que las inversiones de capital alcanzaron los US\$66 millones en el trimestre, explicados principalmente por el proyecto PEPE VI, cuyo grado de avance es de 69% y mantiene una finalización prevista para agosto/octubre 2024.

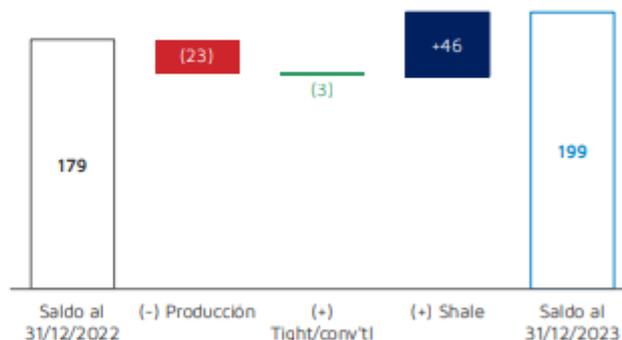
En el segmento Petróleo y gas, la baja en las ventas estuvo vinculada a menores precios del gas, producto de una débil demanda tanto interna como externa, y, en menor medida, por una baja de la producción. Cabe mencionar que **el shale gas de Vaca Muerta representó el 47% de la producción total del trimestre, frente a tan solo un 3% en el 4Q22**, lo que sirve de muestra del nuevo enfoque de Pampa Energía. En cuanto a petróleo se refiere, la baja de la producción (-22% vs 4Q22) se debe principalmente a la declinación natural en la explotación El Tordillo. Para el segmento, corresponde subrayar que **las reservas probadas de PAMP al final de 2023 ascendieron a 199 millones de boe, 11% más que al cierre del ejercicio 2022**. Notamos también que las inversiones de capital superaron en 51% a las de 4Q22, principalmente por la campaña de perforación y completación de pozos de *shale gas*, y el inicio del plan piloto de *shale oil* en Rincón de Aranda (otra gran apuesta de la compañía).

**Reservas probadas de Pampa**

**Total de reservas probadas de Pampa**  
Al 31 de diciembre de 2023  
100% = 199 millones de boe



**Evolución de las reservas probadas certificadas de Pampa**  
En millones de boe

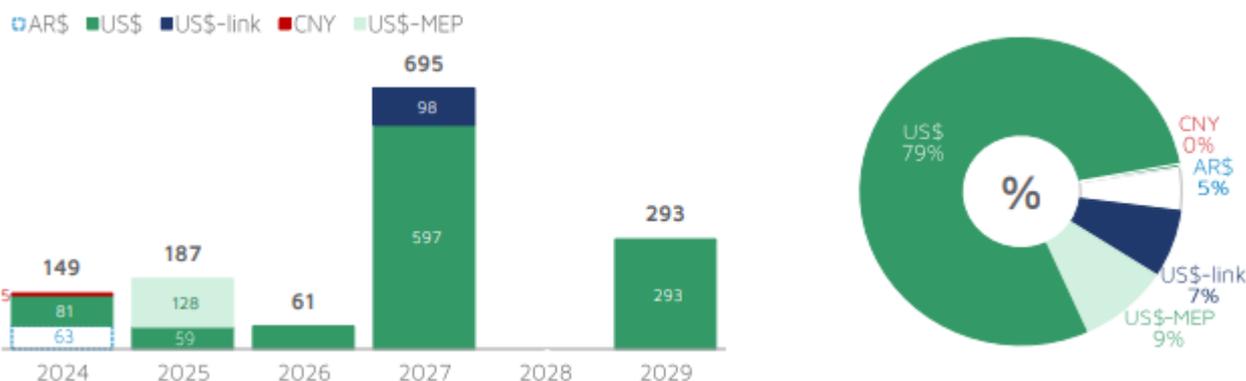


Fuente: Informe de Resultados de Pampa Energía

En cuanto al sector de petroquímica, el volumen total comercializado se redujo en un 22% por una menor demanda de los productos en el mercado local y el mantenimiento programado de la planta en noviembre de 2023. Por su parte, en el segmento Holdings y otros, tanto Transener como TGS se vieron afectados por la falta de actualización de la tarifa regulada.

Por el lado del balance, destacamos que la deuda financiera consolidada bajó a US\$1.448, un 10% menos versus el 4Q22. Así, **la deuda neta descendió a US\$613 millones (-33% yoy), su nivel más bajo en los últimos 5 años**. Ello se debe principalmente a la desconsolidación de la deuda asociada a PEMC (Parque Eólico Ingeniero Mario Cebreiro), la cancelación de deudas y el impacto de la devaluación sobre la deuda en pesos (la cual representa apenas un 5% del total). Además, el perfil de deuda es muy auspicioso, pues hasta el 2027 la empresa no enfrenta vencimientos de deuda significativos.

### Perfil de vencimientos de capital



Nota: Solo considera Pampa consolidada bajo NIIF, no incluye afiliadas TGS, Transener y CTBSA.

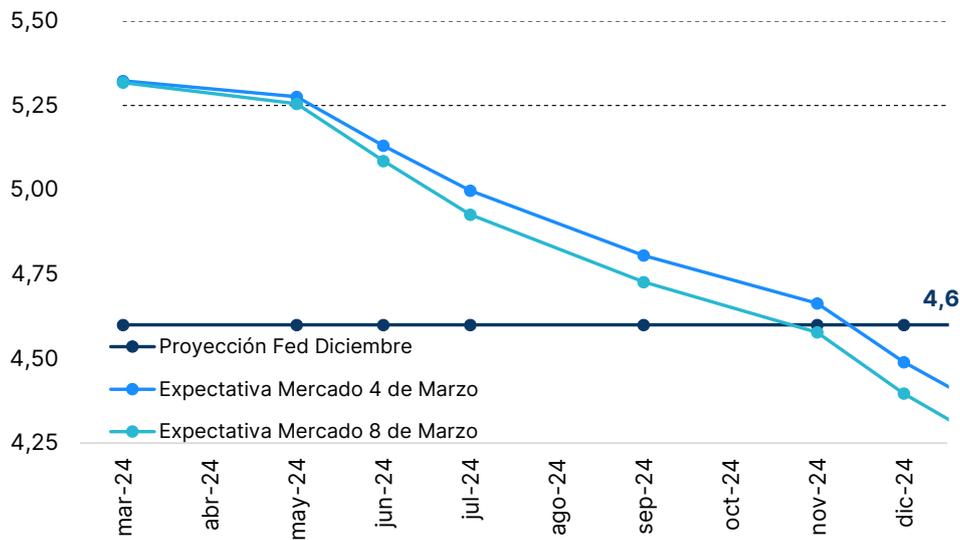
Fuente: Informe de Resultados de Pampa Energía

Por último, vale la pena mencionar que Pampa es una de las empresas afectadas por la demora en los pagos de CAMMESA, que actualmente supera los 50 días. De acuerdo con la información provista en la presentación de resultados, los ingresos de CAMMESA representan entre el 40% y el 45% de los ingresos de la compañía (alrededor de US\$50 millones mensuales), con lo cual estas demoras ponen presión sobre las finanzas de la empresa. **Si bien Pampa parece ser una de las compañías del sector con mejor capacidad de afrontar estas dificultades, la demora en los ingresos puede provocar postergaciones en las inversiones de capital previstas para este año, que inicialmente rondarían los US\$700 millones.** Por otro lado, una de las controladas, TRAN, publicó en los últimos días una nota en la que pone en conocimiento las dificultades que genera esta situación a su caja. En particular, desde el holding sostienen que no hay certezas de cuando se resolverá esta situación, y ven posible que recién se normalicen los pagos entre abril y mayo, con las dificultades que implica carecer de estos ingresos tantos meses.

**Recorte de tasas en el horizonte, volvió a hablar el presidente de la Fed frente al congreso**  
**El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, sugirió que el organismo está cerca de obtener la confianza necesaria para comenzar a reducir las tasas de interés**, fortaleciendo la idea de que la medida podría ocurrir en los próximos meses. Informó a los legisladores que las reducciones de tasas "pueden y comenzarán" este año, añadiendo que los miembros del directorio son plenamente conscientes de los riesgos de recortar demasiado tarde. Además, Powell aseguró al Congreso que la amenaza para el sistema bancario de EE. UU. por el aumento de los préstamos inmobiliarios comerciales es manejable. Señaló que la Fed está dialogando con los prestamistas para asegurarse de que estén al tanto de las posibles pérdidas después de los problemas recientes en New York Community Bancorp, pero descartó la posibilidad de un riesgo para el sistema en general.

Las palabras de Powell de esta semana afectaron las expectativas del mercado. **El lunes el mercado de futuros de renta fija esperaba el primer recorte de tasas en junio con un 58% de probabilidad, ayer aumentó a 68%.** Asimismo, el apetito por *long duration* incrementó en el mercado de renta fija, con **la tasa de referencia a 10 años de los bonos del Tesoro estadounidense comprimiendo 14pbs desde el lunes hasta 4,07% hoy.** Más allá de esto, **el mercado espera expectante los datos laborales del día de hoy, que pueden convalidar o no el discurso de Powell.** Los analistas del mercado esperan que las nóminas no agrícolas se reduzcan a 200 mil, desde los 353 mil registrados en enero. También se espera que el crecimiento salarial por hora desacelere.

**Expectativas del mercado sobre la tasa de política monetaria vs la proyección de la Fed**  
(en %)



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

Entre otras noticias, ayer el **Banco Central Europeo (BCE)** mantuvo sin cambios su tasa de referencia de política monetaria en 4%. La presidenta Christine Lagarde dijo que observa una desaceleración en la inflación, pero que ella y sus colegas no están lo "suficientemente seguros" en este momento para reducir las tasas. El BCE, al igual que la Reserva Federal y el Bank of England (BoE) está evaluando cuándo dar el primer paso hacia el recorte de tasas. Como hemos mencionado en otros informes, en Europa fueron más conservadores con el ritmo en que se aumentó la tasa de interés y tienen mayores preocupaciones por el lado del nivel de actividad (el PBI zona euro no creció en el 4T24 y en EE.UU. sumó 3,2%). Por esta razón, **el mercado espera que las autoridades europeas sean agresivas a la hora de recortar tasas con el BCE recortando 1pp en 2024, dando inicio en junio.**

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy  
[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

### **Natalia Denise Martin**

Analyst  
[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

### **Martín Cordeviola**

Analyst  
[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Delaney**

Intern  
[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@portfoliopersonal.com)

### **Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Gerardo Stvass**

Analyst  
[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@portfoliopersonal.com)

### **Lautaro Casasco Herrera**

Analyst  
[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

### **Emiliano Anselmi**

Chief Economist  
[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

### **Melina Eidner**

Economist  
[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

### **María Solana Cucher Fajans**

Economist  
[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

[www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com)

✉ [consultas@portfoliopersonal.com](mailto: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.