

7 de mayo de 2024

Daily Mercados

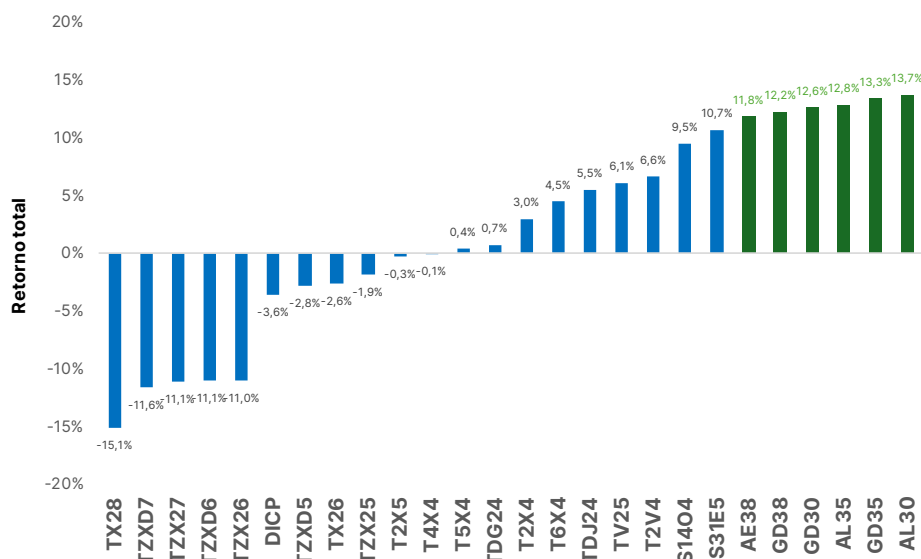
ppi

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

El mercado recalibra sus proyecciones tras el rebote de la deuda CER

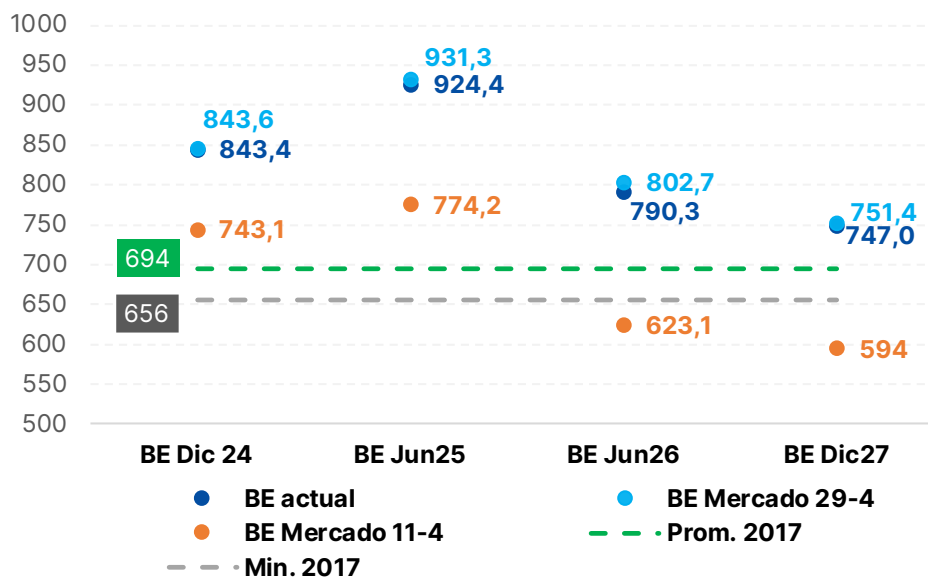
La curva en pesos ajustada por CER tuvo una rueda favorable. Arrancó la semana con subas superiores a 4,5% a lo largo de la curva. En nuestra opinión, **el mercado habría incorporado el análisis de Cavallo publicado en su blog acerca de la inflación inercial**. En el mismo, el economista estima que la inflación se estancará en el rango del 6-7%. Cavallo sugiere que la inflación mensual difícilmente ceda por debajo de dichos niveles hasta que no se aclare cómo será el sistema monetario que regirá luego de la unificación del mercado cambiario y se adopten medidas contra la inercia inflacionaria. En consecuencia, los bonos CER, que venían castigados ante datos de inflación de alta frecuencia muy favorables, rebotaron, mientras que las LECAPs retrocedieron desde sus elevadas valuaciones. A modo de referencia, la recalibración de las expectativas del mercado fue tal que el *breakeven* de inflación para el tramo abril-diciembre trepó de un promedio de 4,4% a 4,8%. En este sentido, de acuerdo con el desempeño de la deuda en pesos desde mediados de abril, **es evidente que la curva descuenta un sendero de inflación sumamente optimista**. Creemos que la continuidad de esta dinámica solo podría cumplirse si se esclarecieran las dudas que yacen sobre el ritmo de devaluación actual y la salida del “Cepo”.

Retorno de la deuda soberana desde mediados de abril



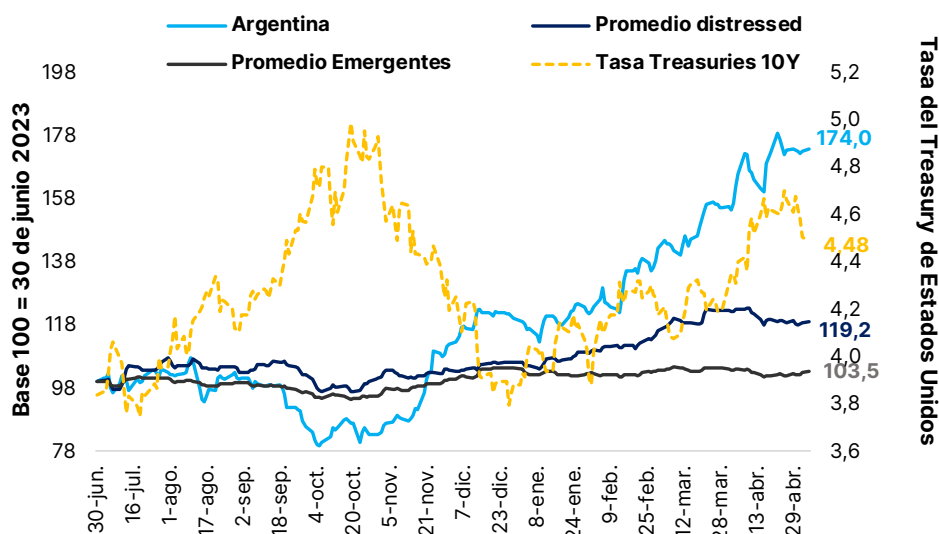
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

A estos interrogantes se le adiciona la expectativa del mercado sobre el tipo de cambio real. Utilizando instrumentos en dólares, y comparándolos con bonos CER, armamos la expectativa *breakeven* de tipo de cambio real hacia adelante. Notamos que el mercado moderó el agresivo sendero de apreciación en las últimas semanas. Al respecto, nos sentimos más cómodos con esta dirección y **ya no nos sorprendería que los instrumentos CER de mediano plazo puedan empatar/superar al desempeño de la deuda en dólares**.

Expectativa *breakeven* del TCRFuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La deuda soberana en dólares comienza el día con el pie derecho

Los Globales iniciaron esta semana con una tónica positiva, la cual extienden esta mañana. La curva de los soberanos trepó entre 0,3% y 0,6% el lunes. Comentando los avances, el GD29 se posicionó al final de la tabla al avanzar 0,3%, mientras que el GD38 y el GD46 hicieron lo propio en 0,4%. En el top 3 quedaron el GD30 y el GD41, que aumentaron 0,5%, y en primer lugar el GD35, que subió 0,7%. Este desempeño impulsó al precio promedio ponderado por *outstanding* que culminó en US\$50,4. Por su parte, la deuda soberana hard dollar arranca la mañana trepando hasta 0,8%. Retomando el desempeño de ayer, **es importante resaltar que el lunes fue una buena rueda para los créditos emergentes.** El ETF EMB subió 0,2% en una rueda en la que las tasas norteamericanas se mantuvieron relativamente estables en comparación con los últimos días.

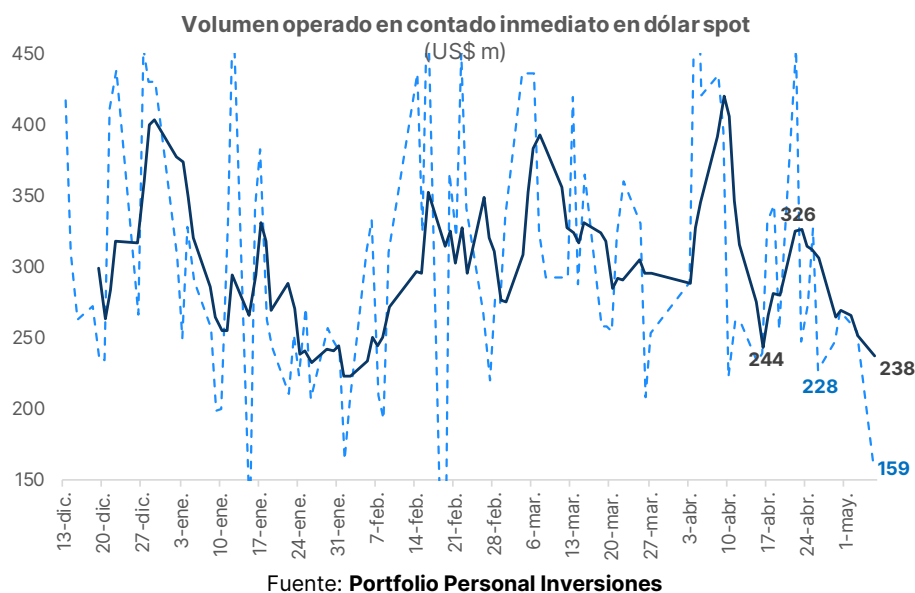
Evolución deuda emergente, distressed y Argentina
(30 de junio = 100)Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En cuanto al plano local, esta semana será movida. Luego de la aprobación de la Ley de Bases y el paquete fiscal en Diputados, hoy se inicia el tratamiento en Comisión en la Cámara Alta. En protesta contra la reforma laboral y la reintroducción del impuesto a las ganancias para trabajadores en la cuarta categoría, la CGT llamó a realizar un paro general este jueves.

A pesar de que se desaceleró la oferta de los exportadores, el CCL bajó

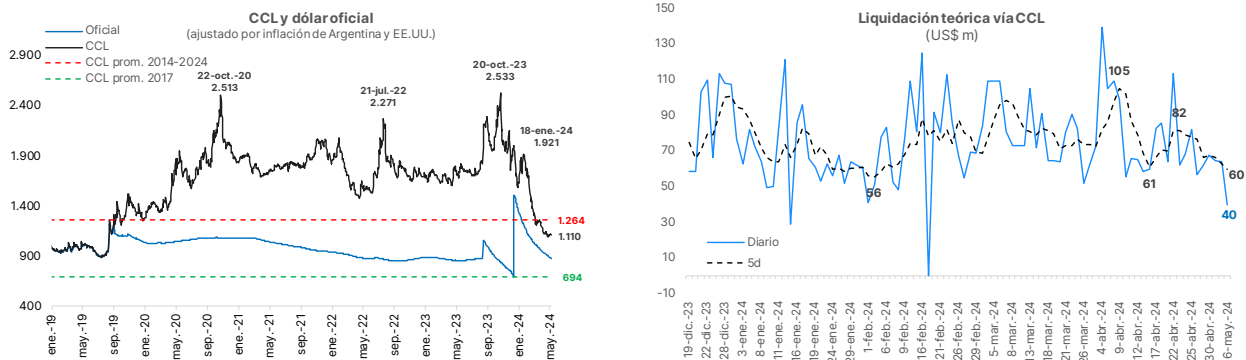
Dado el cuantioso ingreso de camiones a los puertos durante el fin de semana, esperábamos ver una aceleración de la oferta de los exportadores. Sin embargo, esto no sucedió, sugiriendo que **todavía no habría arrancado la liquidación de la cosecha gruesa**. Al respecto, el volumen operado en dólar spot en contado inmediato en MAE, *proxy* de la oferta de los exportadores en el MULC, recortó de US\$255 millones el viernes a US\$159 millones ayer. En consecuencia, **la liquidación de los exportadores se desaceleró al menor monto post devaluación del 13/12**, excluyendo los feriados en Estados Unidos del 15/01 y 19/02. Si bien el volumen fue atípicamente bajo, la merma en la oferta del MULC dejó de ser un hecho aislado hace varias ruedas atrás. La media móvil de cinco días viene desacelerándose desde US\$327 millones diarios el 23/04 a US\$238 millones, nivel comparable con los de principios de febrero. Como mencionamos en nuestro [último Perspectivas](#), esta tendencia a la baja se explicaría por **el retraso histórico de la campaña de soja, producto de las incesantes lluvias que dificultan la trilla**.

Se profundiza la desaceleración de la oferta de los exportadores



En este contexto, **lo llamativo es que el CCL haya cedido 0,5% hasta \$1.110**, ya que la disminución de la oferta de los exportadores en el MULC se tradujo en un recorte de igual magnitud en lo liquidado vía el mercado financiero por el esquema 80/20. Casualidad o no, destacamos que la baja del principal dólar financiero se dio tras la publicación de Milei en su [cuenta de X](#) acerca del “atraso” cambiario. El tweet del mandatario sugirió que el *crawling peg* al 2% mensual llegó para quedarse (en línea con las declaraciones de Caputo en la Fundación Mediterránea la semana pasada) y que la salida del Cepo podría estar más lejos de lo previsto. La reacción del CCL **va en contra de la dinámica de los últimos meses de regirse por los flujos más que los fundamentos**. Todavía es **muy temprano para afirmar que estamos en presencia de una nueva tendencia**, dejando sin validez el mantra mencionado. No obstante, es algo a monitorear en las próximas ruedas para ver cómo se desarrolla.

El CCL cae a pesar de la menor liquidación de los exportadores en este mercado

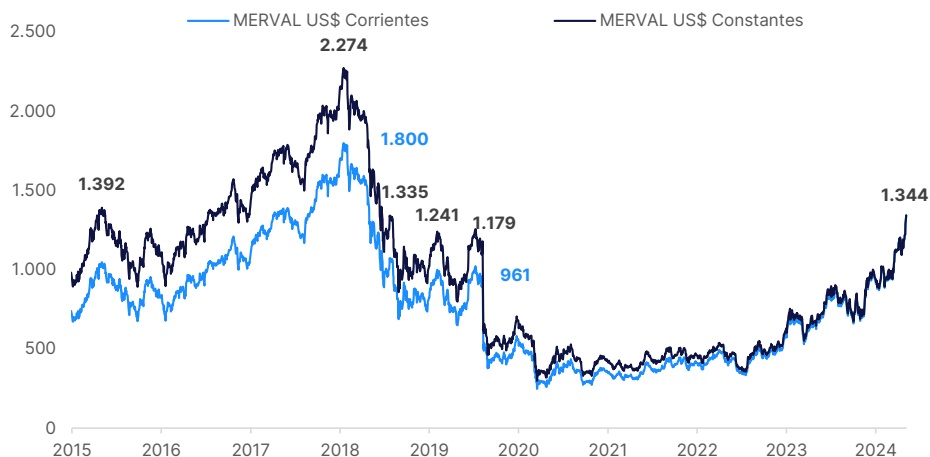


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones**

Un Merval desenfrenado

El principal índice bursátil local comenzó la semana con el pie derecho, extendiendo el crecimiento del 9,9% en dólares de la semana pasada. Ayer, **el Merval sumó 4,2% en dólares para aterrizar en los US\$1.344**. El índice continúa rompiendo récords para los últimos años, acercándose a valores constantes que no se ven desde 2018. Cabe destacar que, no solo se benefició por el crecimiento del panel líder en pesos (+3,0%) si no que el CCL implícito de los ADRs cooperó, retrocediendo 1,1%. Dentro del panel local, las que reflejaron los mayores aumentos fueron IRS (+15,1%), EDN (+8,7%) y SUPV (+8,4%). Del otro lado, las que se mantuvieron al margen y recortaron fueron TXAR (-2,75%), TGNO4 (-2,43%) y TRAN (-0,31%). Ampliando la mirada hacia el exterior, **los ADRs también se dejaron llevar por la marea verde que tiñó a los índices de Wall Street**. Los diecinueve papeles terminaron en terreno positivo, siendo las subas más fuertes para DESP (+8,86%), SUPV (+8,73%) y BBAR (+8,39%).

El Merval sigue marcando máximos



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

Como adelantamos ayer, **hoy el Senado tratará en comisión la Ley de Bases y el Paquete Fiscal**. Ambos proyectos obtuvieron media sanción de la Cámara de Diputados y el oficialismo busca conseguir la mayor parte de los votos en la Cámara Alta. Este evento político probablemente dicte el accionar del Merval en los próximos días, dada su relevancia. Sin duda, una caída del proyecto sería un duro revés para las acciones locales. No obstante, **una aprobación sería una grata sorpresa considerando que Unión por la Patria tiene 33 de las 72 bancas del Senado**.

Por otro lado, **nos encontramos en plena temporada de balances correspondientes al primer trimestre de 2024**. Ayer, fue el turno de Transener y Transportadora de Gas del Sur, cuyos resultados podemos observar detalladamente en sus respectivos comentarios. Hoy por la tarde, se publicarán los balances de Pampa Energía y la recientemente incluida al Merval, IRSA. Luego, a lo largo de la semana obtendremos los informes de BYMA, Loma Negra, YPF, Edenor y Central Puerto, entre otras.

TGS: tarifas por el suelo y un segmento *midstream* volando

Transportadora de Gas del Sur (BYMA: TGSU2; NYSE: TGS) presentó los resultados del 1Q24. Los ingresos por ventas crecieron un 6,0% yoy en términos reales hasta \$190.853 millones. Los gastos de operación y mantenimiento se redujeron hasta \$101.110 millones (-4,5% yoy), principalmente por el menor costo del gas natural adquirido para la producción de líquidos. No obstante, la mejora en costos fue parcialmente compensada por el aumento en otros gastos de administración y comercialización, que subieron en un 21,5% yoy (\$23.804 millones vs \$19.594 millones en el 1Q23), explicados por otros honorarios y servicios de terceros. De esta forma, **los resultados operativos alcanzaron los \$65.293 millones frente a los \$54.656 millones del 1Q23**, lo que representa un aumento del 19,5% yoy. La compañía obtuvo resultados financieros netos positivos por \$21.917 millones, explicados por el cambio en el valor razonable de instrumentos financieros y, descontando el impuesto a las ganancias (\$30.919 millones), obtuvo un **resultado neto de \$55.932 millones (2,5x las ganancias del 1Q23)**. **Estos resultados representan una ganancia por acción de \$74,30 y de \$371,51 por ADR, en el trimestre.**

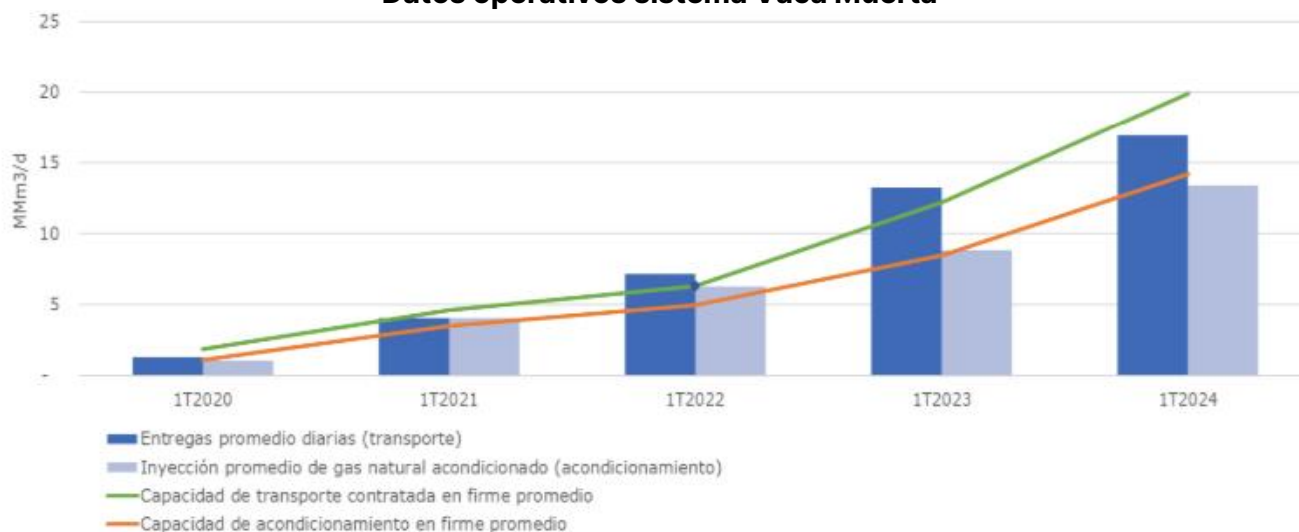
Desagregando los segmentos de la compañía, observamos que **Transporte de Gas Natural, que representó el 11% de las ventas (vs 20% de ventas en 1Q23), generó pérdidas operativas por \$21.761 millones**. Los menores ingresos por ventas netas (\$20.934 millones vs \$36.298 millones en el 1Q23) sumado al aumento en otros gastos operativos y de comercialización (+7,7% yoy) justifican este resultado. **Los ingresos de este segmento provienen principalmente de la venta de gas en firme, que tiene tarifas reguladas por el ENARGAS**. Recordemos que el último aumento fue del 95% en abril de 2023. **Recién en abril de 2024, el organismo autorizó un incremento tarifario de 675% y estableció una fórmula de actualización** que depende de los Salarios, los Precios Mayoristas y el Índice del Costo de la Construcción que debería entrar en vigencia en mayo, aunque se pospuso por decisión del Ministerio de Economía.

Lo antes mencionado contrasta fuertemente con los resultados obtenidos por el segmento **Producción y Comercialización de Líquidos, que representaron el 67% (vs 66% en el 1Q23) de los ingresos por ventas de la compañía. Si bien la producción fue menor en 31.058 toneladas yoy (279.991 toneladas), la utilidad operativa creció un 37,1%** como consecuencia del aumento en los ingresos por ventas y el menor costo del gas natural. Los mayores ingresos se explican por el efecto del tipo de cambio sobre las ventas denominadas en dólares, mayores volúmenes de butano y propano comercializados, mayores servicios prestados y el aumento del butano comercializado en el marco del Plan Hogar. En tanto, los menores volúmenes de ventas se explican por las menores cantidades de etano despachadas y de gasolina natural exportada.

El tercer segmento de TGS, **Midstream y Telecomunicaciones, que incluye los servicios de midstream prestados en Vaca Muerta, mostró buenos resultados**. Sin lugar a duda, **actualmente constituye el segmento más dinámico de la compañía, siendo que en solo un año pasó de representar el 13% del total de ventas al 22% en el 1Q24**. En este sentido, también la rentabilidad lo avala. **La utilidad operativa ascendió a \$22.376 millones, lo que representa un aumento del 114,9% yoy**, producto de los mayores ingresos por ventas (+72% yoy) y costos operativos (+28,3% yoy) y otros gastos de administración y comercialización (+61,6% yoy) que

crecieron menos que proporcionalmente. Las mayores ventas se explicaron por mayores servicios de transporte y acondicionamiento de gas natural en Vaca Muerta y mayores servicios vinculados al Gasoducto Néstor Kirchner y obras complementarias, sumado al efecto del tipo de cambio en las ventas denominadas en dólares.

Datos operativos sistema Vaca Muerta



Fuente: Transportadora de Gas del Sur

Cabe destacar que, en los últimos días, [según publicó un medio especializado](#), el presidente de Pampa Energía (accionista mayoritario de TGS), Marcelo Mindlin, afirmó que quieren seguir invirtiendo en infraestructura en Vaca Muerta a través de sus subsidiarias. **La compañía está construyendo (ya en estadio avanzado) una planta de acondicionamiento de gas que requirió inversiones por US\$700 millones y permitirá procesar el gas de Vaca Muerta.** Esto no solo beneficiaría su segmento de *midstream* en la zona petrolera más pujante del país, sino que permitiría incrementar la producción de gases procesados y comercializados. Así, **podríamos esperar un crecimiento notable en los dos segmentos no regulados de TGS.**

Para concluir, **queda claro que los buenos números de TGS se explican por sus segmentos de negocios no regulados. No obstante, y de cara al 2Q24, la actualización tarifaria permitirá a la compañía recuperar parte de la rentabilidad en el segmento Transporte de Gas Natural**, aunque la postergación de la actualización automática por la fórmula mencionada enciende una luz amarilla en el segmento regulado. A esto se suma el desarrollo en Vaca Muerta que en un año creció 9 puntos porcentuales en el share de ventas de la compañía y tiene mucho más para dar.

TRAN del atraso tarifario a la postergación de fórmula de actualización

La transportadora de energía eléctrica de alta tensión publicó los resultados del 1Q24. **Los atrasos en las tarifas del transporte de electricidad se vieron reflejados en el balance, siendo que las ventas cayeron un 13,8%yoy** (\$52.411 millones vs \$60.768 millones). Cabe recordar que, en 2023, la actualización tarifaria entró en vigencia el 1ro de enero, mientras que este año lo hizo a partir del 19 de febrero. Esto es aún más palpable cuando se desagregan las ventas reguladas de las no reguladas. En el primer caso, fueron de \$44.599 millones contra \$54.381 millones en el 1Q23, lo que representa una reducción del 18,0% interanual. En tanto, los ingresos por ventas no reguladas crecieron un 22,3% en términos reales (\$7.812 millones contra \$6.387 millones en el 1Q23). A su vez, los costos operativos crecieron un 15,3% yoy hasta \$40.399 millones, como consecuencia de un aumento de los costos salariales (+18,7%). La venta de bienes de uso, la

disminución de las penalidades por calidad de servicio y el recupero de siniestros generaron otros ingresos operativos por \$1.995 millones. En suma, **estas dinámicas decantaron en una ganancia operativa en el período de \$14.008 millones, un 42,0% inferior a la del mismo trimestre del 2023**. Con resultados financieros que arrojaron una ganancia de \$849 millones (-38,2% yoy), y luego de descontar el impuesto a las ganancias (\$4.524 millones), **el resultado neto del período ascendió a \$10.333 millones (vs \$16.684 millones en el 1Q23)**.

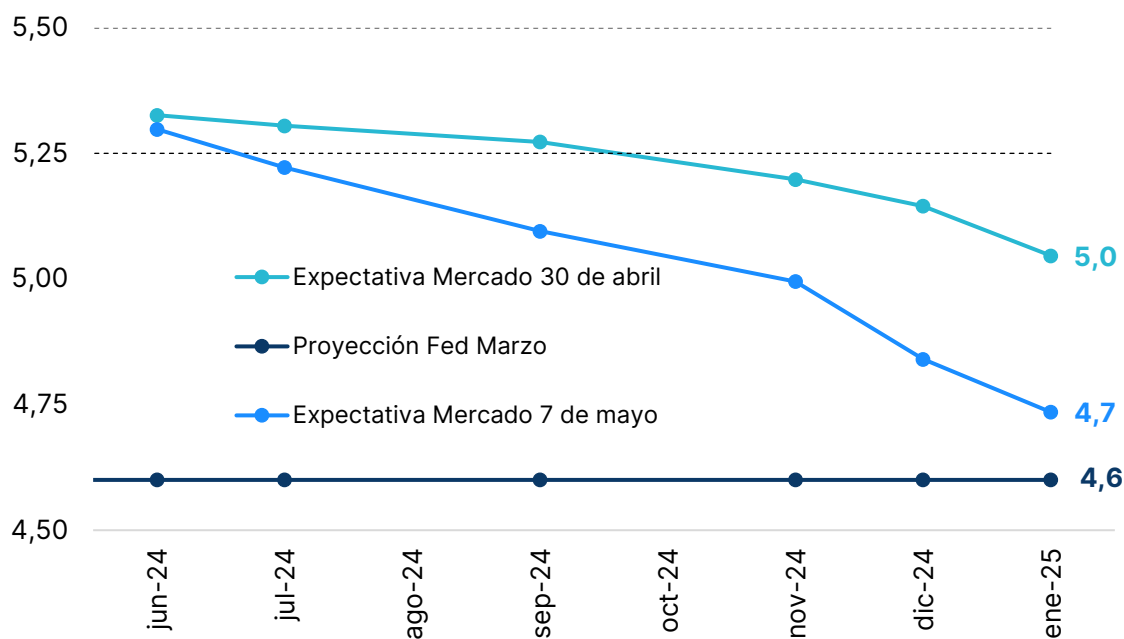
Como mencionamos, el atraso tarifario quedó reflejado en los números de TRAN. **Durante el trimestre, el ENRE dictaminó aumentos del 179,7% respecto de los valores vigentes para Transener S.A. a ser aplicados a partir del 19 de febrero de 2024. Además, se estableció una fórmula de ajuste** basada en el Índice de Salarios, Precios Mayoristas y Precios al consumidor a aplicarse mensualmente desde mayo 2024. Como la mejora tarifaria se produjo a partir de los últimos días de febrero, más de la mitad del período tuvo tarifas atrasadas. En este sentido, de cara al **2Q24 la mejora en la tarifa augura un mejor resultado para TRAN, aunque la postergación en la aplicación de la fórmula de actualización automática de la tarifa enciende una luz amarilla al respecto**.

En otro aspecto de relevancia para la compañía y el sector, **la situación de demora en los pagos de CAMMESA**, que generó mucho ruido en las compañías energéticas, **parece haberse normalizado**. Vale la pena recordar que, el 6 de marzo, la compañía publicó un hecho relevante poniendo el foco sobre la demora en los pagos de CAMMESA, sosteniendo que, de mantenerse la situación, tendría impacto en el normal funcionamiento del Sistema de Transporte, con el consecuente riesgo operativo. Luego, el 18 de marzo, la Secretaría de Energía estableció una nueva prioridad en los pagos de CAMMESA, a favor de las transportistas en detrimento de las generadoras. Sin embargo, **dos meses después, la compañía informó en su reseña de resultados que, al 6 de mayo, Transener S.A. no registra retrasos en el cobro de su remuneración**. Sin lugar a duda, la normalización de estas deudas constituye una buena noticia para el sector energético.

¿La economía estadounidense necesita un golpe en la actividad para bajar la inflación?

El presidente de la Reserva Federal de Richmond, **Thomas Barking, dijo ayer que se requerirá un golpe en la demanda para llevar la inflación al *target* de 2% anual**. Gran parte de la desinflación de 2023 se explicó por mayor oferta de bienes y servicios. Cabe destacar que Barking vota en las reuniones de política monetaria y que la semana pasada respaldó la decisión de mantener las tasas en el rango 5,25% - 5,5%. Retomando el punto inicial, Thomas hizo hincapié en que el aumento de la inmigración y **el incremento en la productividad posibilitaron la expansión económica y la creación de empleo en 2023, a la par que se desaceleró la inflación**. Más allá de esto, destacó que el nivel de tasas actual es suficiente para reducir la demanda, aunque el camino podría ser más complejo al esperado. Los comentarios del funcionario sugieren que **la fase final de la consolidación de la desinflación dependería de un golpe al crecimiento económico** y, por lo tanto, al mercado laboral.

Expectativa de tasa de interés vs *dot plot* (en %)



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

Si bien continúa el debate sobre cuántos recortes se realizarán, **el mercado anticipa dos bajas** (la segunda con una probabilidad de 78%). En este sentido, **los rendimientos de los *Treasuries* se desplomaron tras las declaraciones de Powell del miércoles pasado**. La tasa de referencia a 10 años recortó 21 pbs desde el martes previo a la reunión a 4,46%. Algo similar se observó en el tramo corto, con la referencia a dos años cayendo 22 pbs a 4,82%. A su vez, **el rally se extendió al equity**. El S&P 500 aumentó 2,88%, impulsado por el sector tecnológico. Por lo tanto, no sorprende que el Nasdaq haya subido 3,74%. A pesar del rebote de los últimos días, hoy los futuros de estos índices abren mixtos. El S&P amanece prácticamente *flat* (+0,02%) y el Nasdaq comienza en terreno negativo (-0,18%).

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@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.