

09 de agosto de 2024

# Daily Mercados

ppi

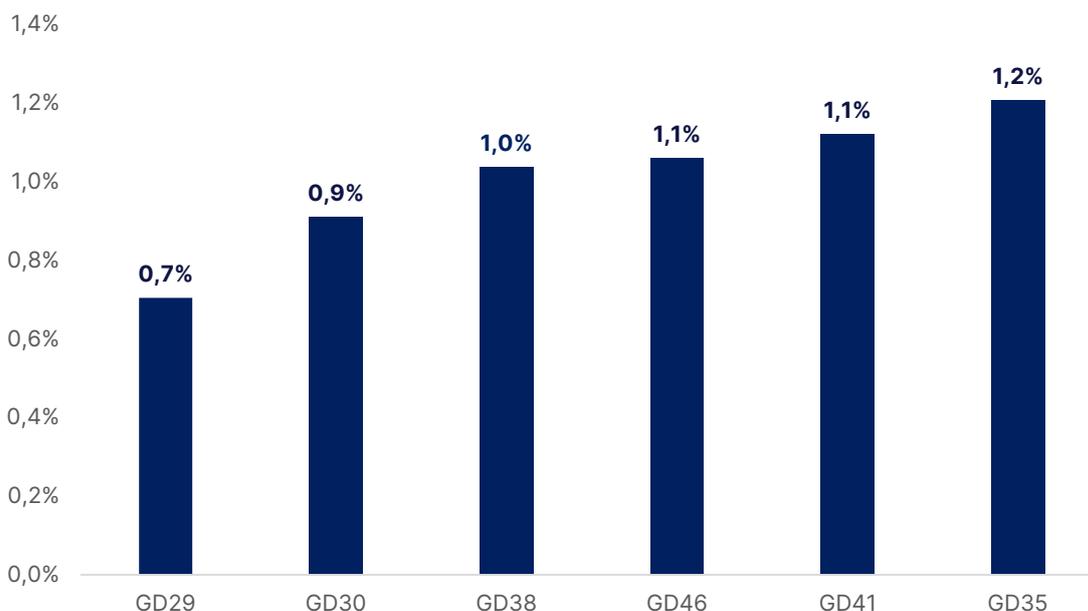
Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

### Continúa el rally de los activos argentinos

Ayer, **tanto las acciones como los bonos tuvieron una performance positiva**, en el marco de un contexto más favorable para los activos emergentes. Así, la renta fija hard dollar avanzó entre 0,7% y 1,2% y el precio promedio ponderado por *outstanding* paso a US\$45,8 desde US\$45,3 el miércoles (el riesgo país disminuyó a 1.561 puntos básicos). De esta forma, **a una jornada de terminar la semana, los Globales se perfilan a culminarla con avances**. Hasta el momento, aumentan entre 1,2/2,1% WTD.

Volviendo a la jornada de ayer, **el tramo largo exhibió los incrementos más significativos**. Concretamente, el GD35 lideró y aumentó 1,2%, lo siguió el GD41 y GD46 con 1,1%, ambos, y el GD38 subió 1%. Por su parte, los *new indenture* más líquidos, el GD29 y GD30, incrementaron 0,7% y 0,9%, respectivamente. Como destacamos, los bonos estuvieron en sintonía con el resto de los mercados emergentes/frontera. **El ETF EMB incrementó 0,5%, lo que denotó un mejor clima en este segmento.**

Performance diaria de los Globales (8/8/24)



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

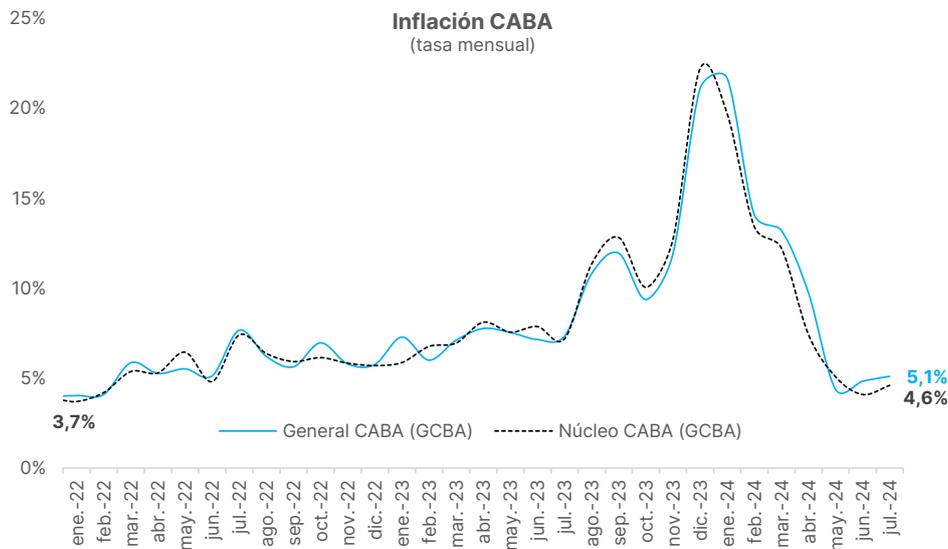
Por su parte, el optimismo se trasladó también al universo de pesos. En este sentido, **todos los tipos de ajuste finalizaron al alza este jueves**. Por un lado, los títulos ajustados por inflación (CER) aumentaron entre 0,1/2,8%. El incremento en la demanda por los bonos CER podría deberse al mal dato de inflación de CABA, que se aceleró de 4,8% en junio a 5,1% en julio (ver "*Mal dato de inflación de CABA*" para mayor detalle). Por su parte, los instrumentos vinculados al dólar oficial (*dollar linked*) aumentaron hasta 2% (menos el TV25 que cayó 4,5%) y los Duales terminaron sin grandes variaciones. A pesar del dato de CABA, las LECAPs treparon entre 0,1% y 1,3%, lo que ubicó a las TEM en el rango de 3,2/4%.

### Mal dato de inflación de CABA

La inflación de CABA sorprendió negativamente al mercado: **aceleró de 4,8% en junio a 5,1% en julio** contra todo pronóstico. Más importante aún, **la inflación núcleo**, que mide la tendencia inflacionaria al excluir precios regulados y estacionales, **trepó de 4,1% a 4,6%**. Así, la general aceleró por segundo mes consecutivo (en junio hubo suba de tarifas) y la núcleo cortó una tendencia bajista iniciada en. Esta dinámica **va en contra de la que anticipaban las mediciones**

**de alta frecuencia** (en torno a 3% para la general y 2% para la núcleo) **y el REM** (3,9% y 3,6%) por más que sean para la medición de Nación.

### Contra todo pronóstico, el IPC de CABA se aceleró en julio

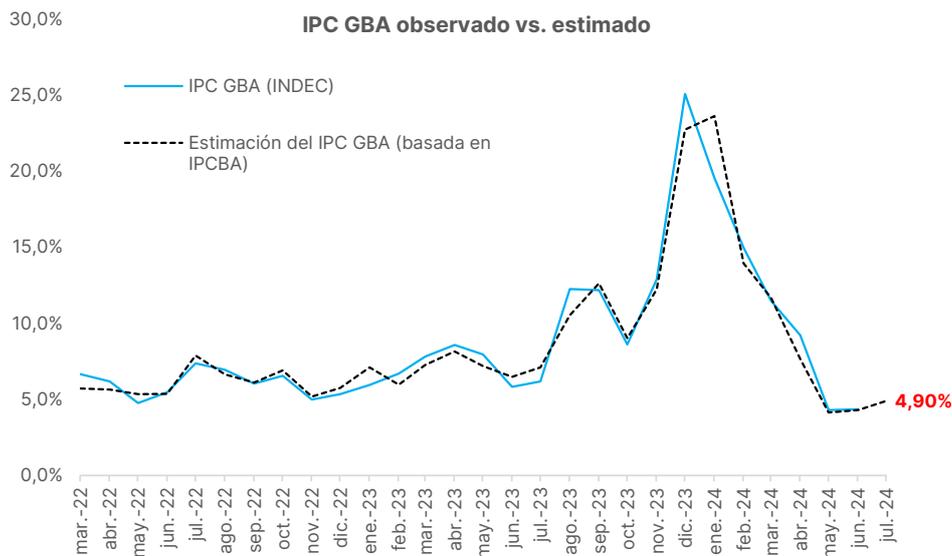


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**¿Qué hay detrás de esta aceleración de la inflación de CABA?** Con una mayor ponderación en servicios (41,8%) que en bienes (58,2%), se perjudicó de que los primeros se mantuvieran prácticamente sin cambios en 6,4% (6,3% previo) y los segundos aumentarían de 2,7% a 3,4%. Desde otra perspectiva, los precios estacionales presionaron al alza a la inflación al dispararse de 2,4% a 11%, el mayor ritmo mensual desde enero, por condiciones climáticas adversas que afectaron la oferta de frutas y vegetales. Esto último explica parcialmente el incremento de bienes. En cambio, al desaparecer el efecto de la suba de tarifas en junio, la baja de precios regulados de 8,5% a 4,4% contribuyó a contener la aceleración inflacionaria.

Con estos datos, no puede confirmarse que **la inflación nacional de julio**, a publicarse el próximo miércoles 14, **“sea la más baja en lo que va del año”**, en línea con lo que anticipó Caputo en la reunión con las ALYCs. Al extrapolar las variaciones medidas por el instituto de estadística de CABA a la región GBA del INDEC, la más comparable, y reajustar por sus ponderadores, estimamos que la inflación de GBA se aceleraría de 4,3% a 4,9%. Nuestro *proxys* sirvió como un buen indicador predictivo en los últimos dos meses (4,1% estimado vs 4,3% observado en mayo y 4,3% estimado en junio comparado a 4,35% observado), pero mostró una divergencia significativa en el período de alta inflación de diciembre a abril. Cabe recordar que GBA es la región que mayor peso tiene en el IPC nacional (44,3%). Por lo tanto, **de confirmarse la aceleración inflacionaria en esta región, los precios deberían haberse desacelerado marcadamente en el interior del país para compensar y, así, cumplir con la premisa de Caputo.**

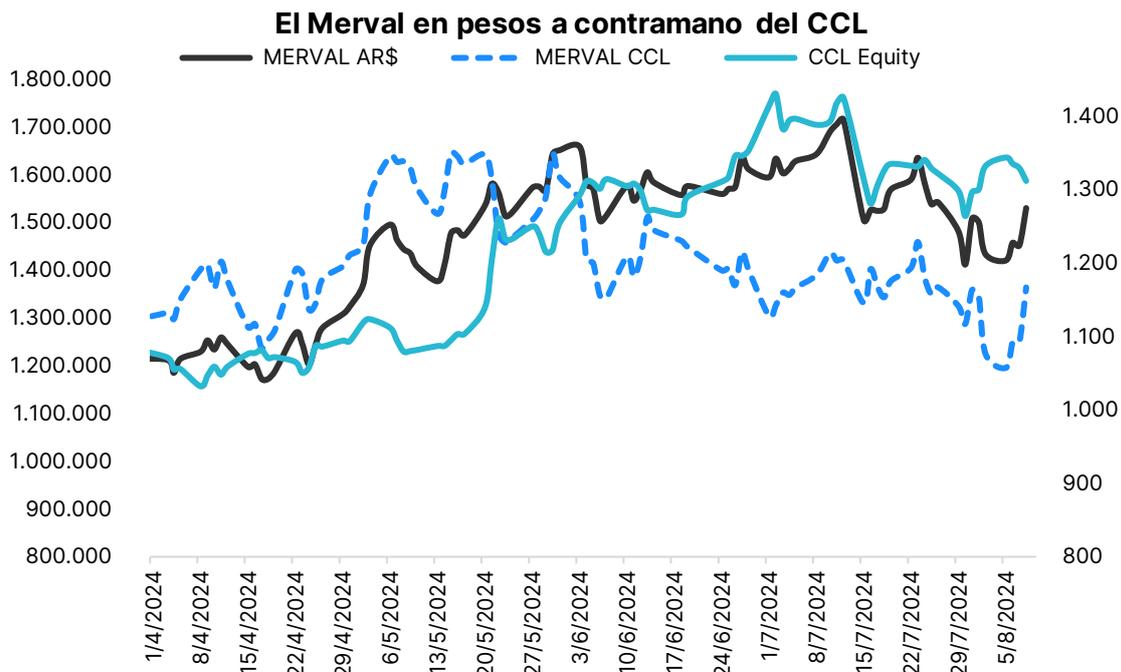
## La inflación de CABA anticipa un mal dato para la región GBA del INDEC



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

### El Merval, de viento en contra a viento en popa

Tras arrancar la semana con el pie izquierdo, **el índice bursátil local extendió ayer el rebote del martes y trepó 6,8% hasta US\$1.167**. Así, el precio en dólares del Merval retoma valores cercanos a los del fin del mes pasado. Lo que impulsó la suba en moneda dura fue que, en pesos, el panel líder subió 5,4% y el tipo de cambio cayó 1,3%. Ahondando en los movimientos de las acciones, las que lideraron los verdes fueron SUPV (+13,3%), LOMA (+9,3%) y PAMP (+9,2%). Del otro lado, TRAN (-0,6%) fue la única en terminar con pérdidas. En cuanto a los ADRs, no solo les favoreció el buen clima local, sino que también se vieron beneficiados por los verdes que tiñeron Wall Street. Al igual que en las acciones locales, el papel de SUPV (+14,8%) encabezó las subas, seguido por GGAL (+14,3%) y PAM (+10,4%). En la vereda de enfrente, el único certificado exento de las ganancias fue GLOB (-1,6%). **Cabe destacar que los papeles del sector bancario también se vieron beneficiados por una mejora en su calificación por parte de Bank of America.**



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

Volviendo a la lectura que realizamos en nuestro [Daily de ayer](#), **el Merval finalmente realizó su salto para alcanzar a los Globales, e incluso, a pesar de su rezago, logró superarlos**, opacando la gran performance de la deuda soberana en dólares ayer. En adelante, dado que los drivers que espera el mercado para impulsar a los bonos no son del todo claros, creeríamos que **las próximas presentaciones de resultados podrían ayudar a que el Merval comience a liderar de corto plazo**. Al menos hasta que la oportunidad relativa vuelva a beneficiar a los Globales.



### TGS: la normalización tarifaria fue la estrella del trimestre

**Transportadora de Gas del Sur** (BYMA: TGSU2; NYSE: TGS) presentó los resultados del 2Q24. En el período, **registró un aumento en los ingresos por ventas de 25,4% yoy en moneda homogénea** (\$264.314 millones vs. \$210.739 millones), mientras que **el resultado operativo incrementó 2,25x veces en términos interanuales** (\$126.648 millones vs \$56.185 millones), con el consecuente **salto del margen operativo hasta el 47,9%** (vs 26,7% en el 2Q23). Sumando los resultados financieros (\$12.354 millones) y descontando el impuesto a las ganancias (\$53.639 millones), **el resultado del período ascendió a \$85.708 millones (\$113,86 por acción, 569,29 por ADR), superando en 90,6% las ganancias de 2023.**

Ahondando en las distintas líneas de negocio de TGS, observamos que en **Transporte de Gas Natural los ingresos alcanzaron \$117.301 millones (+133,1% frente al 2Q24)**. Del otro lado, los costos operativos decrecieron 4% y compensaron el aumento de los gastos de administración y comercialización. Así, **la utilidad operativa de este segmento ascendió a \$67.688 millones** (vs \$248 millones en 2Q23). A esta altura, cabe recordar que los contratos de transporte de gas natural en firme representan el 85% de los ingresos del segmento y son parte del segmento regulado por lo que son sumamente dependientes de la discreción del Estado. En este sentido, **el salto explosivo en la utilidad se explica por el incremento tarifario de 675% que entró en vigencia el 3 de abril**, impactando en prácticamente todo el trimestre. De esta manera, el sector que más dificultades tenía para generar ganancias debido a los atrasos tarifarios comenzó a mostrar buenos números. No obstante, **se debe advertir que, si bien dicho aumento tarifario venía de la mano de una actualización tarifaria automática a partir de mayo, la misma fue suspendida repetidas veces**, poniendo en duda su factibilidad. Por este motivo, este segmento podría haber dejado atrás su mejor trimestre del año.

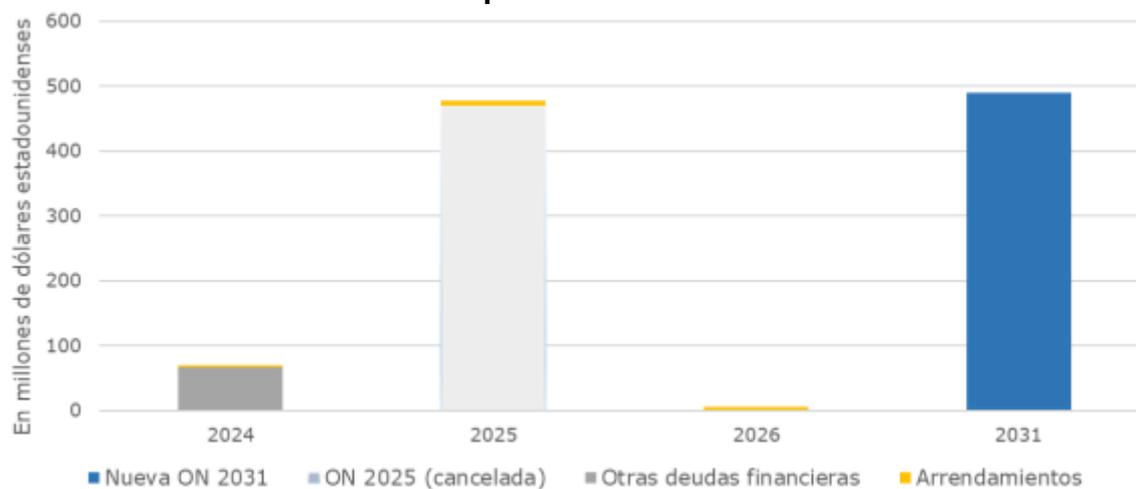
En contraposición, **la Producción y Comercialización de Líquidos no tuvo un trimestre tan destacado**, por lo que pasó de representar el 59% de los ingresos totales al 39%. No obstante, si bien los ingresos cayeron a \$104.229 millones (-16,7% yoy), los costos operativos disminuyeron

22,9% yoy (hasta \$61.267 millones), por lo que la utilidad operativa solo cayó 6,8% yoy, posándose en \$35.590 millones. Entre los factores que explican esta caída encontramos los **menores volúmenes de ventas tanto en el mercado local como en el extranjero y el menor precio del etano**. En total se despacharon 37.401 toneladas menos de producto que un año atrás (249.798 toneladas vs 287.199 toneladas), explicados principalmente por las caídas en propano (-18.360 toneladas exportadas, compensado por +4.137 toneladas del mercado local) y etano (-18.157 toneladas local) vendidos. También disminuyeron las cantidades de butano en el mercado local (-14.189 toneladas), pero fueron parcialmente compensadas por exportaciones (+9.517 toneladas).

Por su parte, y al igual que en trimestres precedentes, **el segmento Midstream y Telecomunicaciones aumentó los ingresos en un 21,5% yoy** (\$42.784 millones vs \$35.225 millones), mientras que **la utilidad operativa de este segmento se disparó 32%**. Esto se explica por los mayores servicios de transporte y almacenamiento de gas natural en Vaca Muerta y mayores servicios en el Gasoducto Néstor Kirchner y obras complementarias. Cabe mencionar que **dentro de este segmento se encuadra la propuesta hecha pública en junio que consta de una inversión de US\$700 millones con el propósito de poner a disposición volúmenes incrementales de gas natural en el nodo Litoral a partir de 2026**. En caso de que sea aprobado por el gobierno, lo cual tendría sentido considerando los beneficios fiscales de sustituir importaciones en los meses de invierno, la compañía tendrá prioridad en la adjudicación.

En cuanto a los hechos posteriores al cierre, sobresale la operación en el mercado crediticio internacional vinculada a los US\$500 millones de la Obligación Negociable Clase 2 que vencían en mayo 2025. **Si bien al cierre del 2Q24 TGS contaba con la caja suficiente como para poder afrontar los pagos restantes, aprovechó una ventana de oportunidad y emitió una nueva ON con vencimiento en 2031 con una TIR del 8,75%**. Con los US\$484 millones levantados en la emisión, rescató y recompró las Clase 2 remanentes, despejando el perfil de vencimientos por los próximos 7 años. De esta manera, se reservó la disponibilidad de caja para invertir en proyectos que hagan al desarrollo de la compañía.

### Nuevo perfil de deuda de TGS



Fuente: Presentación de resultados TGS

De cara al futuro, **TGS confía en que el ENARGAS otorgará la prórroga de la licencia, manteniendo su participación en el negocio regulado**, puesto que en su reporte la entidad indicó que la compañía cumplió con creces con sus obligaciones. A su vez, tanto con el proyecto de aumentar los volúmenes incrementales en el nodo Litoral como así también las inversiones en

Vaca Muerta para el segmento Midstream ponen de manifiesto las oportunidades con las que cuenta la compañía. En este sentido, el pasado 11 de julio se habilitó la planta compresora de Tratayén, que permitirá incrementar en casi un 50% la capacidad de transporte del Gasoducto Néstor Kirchner, alcanzando 16 millones de metros cúbicos por día. **Sin lugar a duda, el porvenir se muestra cargado de oportunidades para TGS.**

#### **LOMA: cementando el camino a la recuperación**

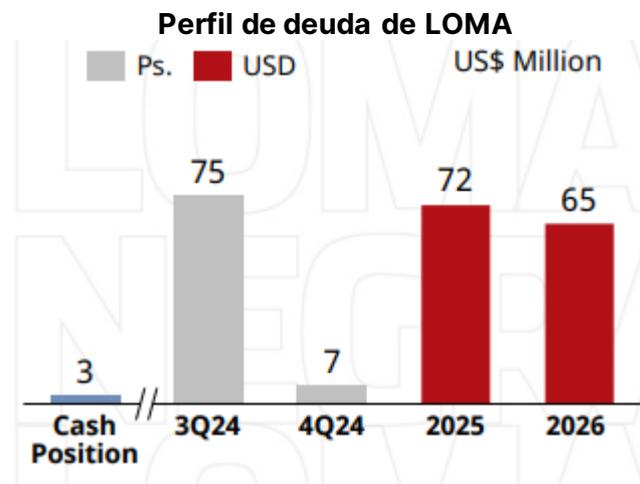
Loma Negra (BYMA: LOMA, NYSE: LOMA), el principal productor de cemento de Argentina, presentó los resultados del 2Q24. **Dado el contexto de la construcción en el país, que recibió el impacto del cese de la obra pública y la recesión, los resultados fueron excelentes. El mercado lo celebró con una suba de la acción del 9,9% en un día más que positivo para los activos argentinos.**

Previo a iniciar con el repaso de los resultados, resulta oportuno repasar el devenir de las principales variables ligadas al sector para tomar dimensión del contexto en el que operó LOMA. En este sentido, destacamos que el ISAC (indicador sintético de la actividad de la construcción) que publica el INDEC mostró caídas de entre el -32,6% y -37,3% yoy entre abril y junio, en tanto que los despachos de cemento retrocedieron entre -27,1% yoy y -36,1% yoy en el mismo período, lo cual muestra la profundidad de la caída en el sector. En este escenario, **los ingresos por ventas de LOMA en el trimestre cayeron 28,0% yoy (\$136.101 millones vs 189.151 millones).** Aun así, **la ganancia bruta disminuyó solo 18,1% hasta \$36.735 millones,** debido a que los recortes en los costos de ventas fueron más que proporcionales, (-31,1% yoy, de \$144.317 millones a \$ 99.367 millones). Gracias a que LOMA demostró una gran flexibilidad para adaptar sus costos operativos (los gastos de comercialización y administración cayeron en línea con las ventas), **el EBITDA ajustado se redujo apenas 11,7% yoy a \$38.271 millones (US\$51 millones), con el margen EBITDA ajustado mejorando 520 puntos básicos.** No obstante, fueron los ingresos financieros netos los que marcaron la diferencia. En concreto, las pérdidas por diferencias de cambios (-53,2% yoy) y los egresos financieros (-48,2% yoy) se redujeron notablemente al tiempo que los resultados por inflación aumentaron (+32,4% yoy), como consecuencia de los efectos de la inflación superando a la devaluación. De esta forma, **el resultado antes del impuesto a las ganancias se multiplicó por 3,13x hasta \$45.025 millones, y la ganancia del ejercicio alcanzó \$29.584 millones (vs \$9.076 millones en el 2Q23).**

Adentrándonos en las operaciones de la compañía, **los volúmenes de cemento, cemento de albañilería y cal,** el sector más relevante en términos de ingresos, ya que representa el 88,9% del total, **retrocedieron un 32,5% yoy a 1,09 millones de toneladas. Desde LOMA destacan que los volúmenes comenzaron a recuperarse gradualmente desde marzo,** en particular en los despachos en bolsas, dado que los despachos a granel son los más afectados por la baja en la obra pública y en obras privadas de mayor envergadura. En la misma línea, y por los mismos motivos, el volumen del segmento **Hormigón se desplomó un 45,2% yoy, aunque con la transferencia de ciertas obras públicas del gobierno nacional a las provincias algunos proyectos se están reanudando.** Para concluir con los segmentos de LOMA, **los volúmenes de Agregados cayeron 24,9% yoy, mientras que el Ferroviario hizo lo propio en un 22,5% yoy,** donde se compensó el menor transporte de construcción y productos químicos con el transporte de granos y *fracsand*.

**En lo que al balance refiere, las obligaciones de LOMA acumulan deudas por \$200.995 millones, de las cuales el 63% está denominado en dólares y el 37% restante en pesos.** A pesar de que la duración promedio es de 1,0 años, desde LOMA destacan que se sienten cómodos con el perfil de deuda actual. Este año deben cancelar la ON clase 1 en pesos y la deuda revolviente a

corto plazo (Loma Negra está presente en el mercado de pagarés en pesos). Un dato relevante es que la compañía no generó flujos de caja positivos en el trimestre, lo cual es entendible en este contexto, pero confían que pueda revertirse pronto debido a la menor necesidad de capital de trabajo en el período invernal.



Fuente: Presentación de resultados Loma Negra

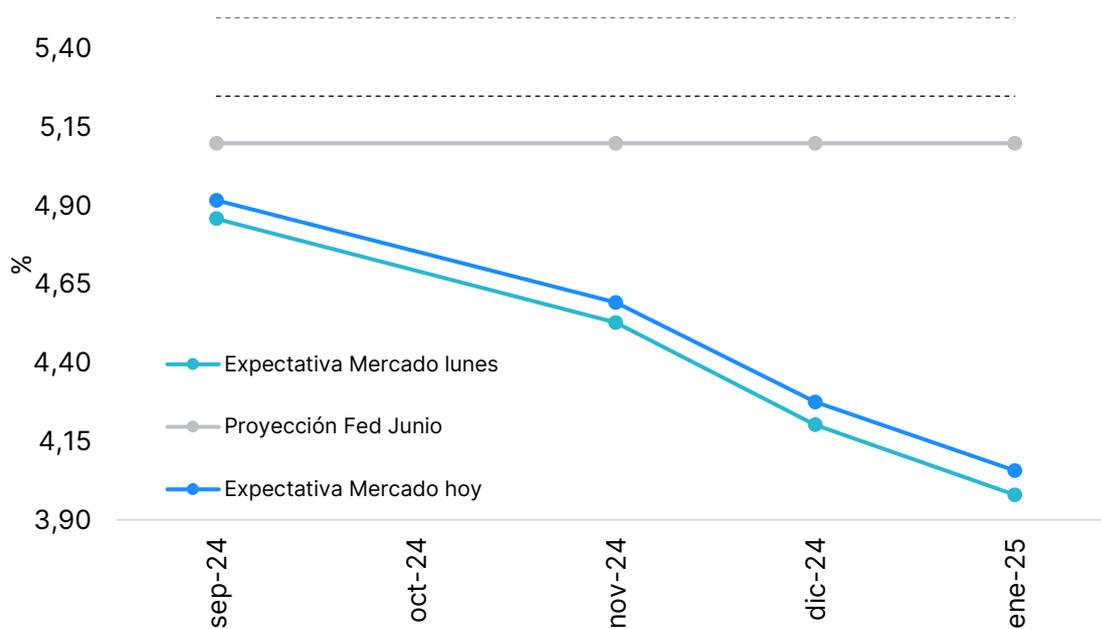
LOMA demostró la capacidad de adaptarse a un contexto sumamente adverso y generar resultados positivos. Esto refuerza la calidad y las calificaciones que recibió LOMA como crédito corporativo. De cara al futuro, **la incipiente recuperación de la actividad de la construcción agrega optimismo al desempeño de la compañía**. Cabe mencionar que, tanto la acción en el mercado local como el ADR venían siendo uno de los activos más atrasados entre los papeles argentinos. Si bien el contexto fue muy perjudicial para este sector, un factor que adicionó incertidumbre es el eventual cambio de dueño de la compañía. El próximo 12 de agosto, vence el nuevo período de exclusividad en la negociación con “Companhia Siderúrgica Nacional” y aún no hay definiciones al respecto.

### Fed mantiene su postura a pesar de las críticas

La Fed mantiene su postura en medio de una semana volátil. Por un lado, **Jeffrey Schmid**, presidente de la Fed de Kansas, quien no vota en las reuniones del organismo este año, **señaló que no está listo para apoyar un recorte dado que la inflación corre por encima del target** y el mercado laboral, a pesar de estar enfriándose, sigue saludable. Por el otro, el presidente de la Fed de Richmond, **Tom Barkin**, quien sí vota, **dijo que la Fed tiene tiempo para evaluar si la economía se está normalizando o debilitando antes de tomar acción**.

Los comentarios de los funcionarios, sumados a los datos favorables de desempleo (consulta nuestro [daily de ayer](#)), ayudaron a traer algo de calma al mercado durante la última rueda. En este sentido, **la probabilidad de observar dos recortes en la próxima reunión de la Fed en septiembre pasó de 80% el miércoles a 60% hoy**. Una situación muy diferente a la que se vivió el lunes, cuando el mercado descontaba que era posible que la Fed tuviera que convocar una reunión de emergencia o realizar dos recortes en septiembre, con una probabilidad superior al 90%. En este contexto, los rendimientos de los Treasuries subieron ayer, especialmente en el tramo corto, que es el más afectado por la política monetaria. En concreto, **la tasa a 2 años creció 7 pbs, hasta alcanzar el 4,04%, y la tasa a 10 años avanzó 4 pbs, hasta el 3,99%**.

**Expectativa del mercado vs la proyección de la Fed**  
(en %)



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

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

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

### **Pedro Morini**

Strategy Team Leader  
[pmorini@portfoliopersonal.com](mailto:pmorini@portfoliopersonal.com)

### **Natalia Denise Martin**

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

### **Martín Cordeviola**

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

### **Diego Ian 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)

### **Lucas Delaney**

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