

17 de octubre de 2024

Daily Mercados

ppi

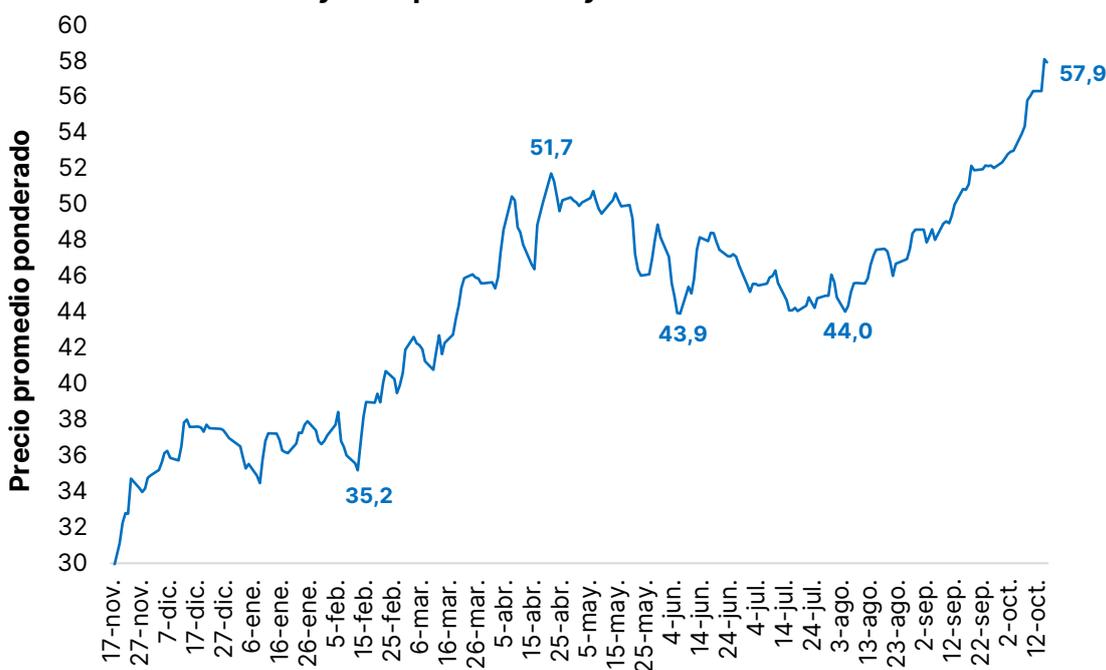
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

La deuda en dólares se tomó un descanso

A contramano de los mercados emergentes/frontera, los Globales retrocedieron ayer. Cabe destacar que cayeron luego de 12 ruedas consecutivas al alza. Así, **el increíble rally que exhiben nuestros soberanos se tomó un respiro ayer y la curva recortó en precio entre 0,1% y 0,5%**. En esta sintonía, el riesgo país aumentó a 1.052 pbs (+8 pbs). Si bien registró un avance, **todavía sigue en niveles previos a las PASO de 2019 y levemente por encima del promedio para el periodo 2005-2024**.

¿La caída se debe a una toma de ganancias tras el increíble rally en las últimas ruedas? Es muy apresurado sacar conclusiones, por lo que aguardaremos la evolución de las próximas jornadas. En concreto, ayer el GD41 retrocedió 0,2%, el GD35 0,4%, y el GD30 y GD38 0,2% y 0,1% respectivamente. Por su parte, el GD29 y el GD46 terminaron *flat*. Así, su precio promedio ponderado por *outstanding* retrocedió levemente a US\$57,9 (-0,3%). En esta línea, hoy los Globales arrancan la mañana extendiendo la tónica negativa de ayer (caen 0,2% en promedio).

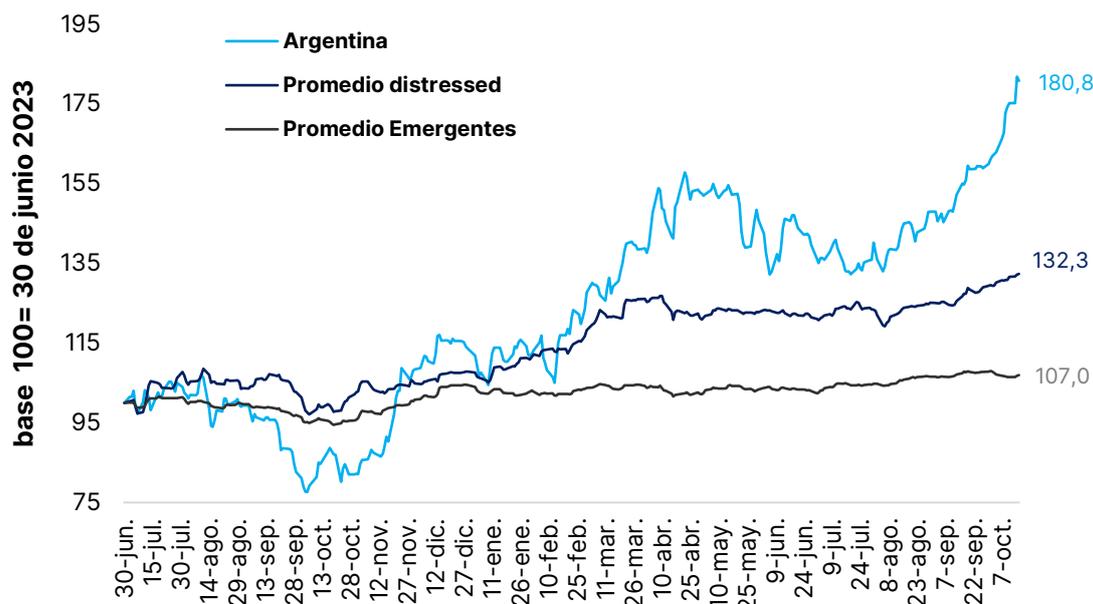
Ayer se pausó el rally de los Globales



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

Como mencionamos anteriormente, ayer fue una **jornada positiva para los mercados emergentes**. Al tiempo que las tasas de los *Treasuries* disminuyeron, el ETF EMB, compuesto de bonos emergentes, avanzó 0,3%, extendiendo su racha optimista. Por su parte, los créditos soberanos comparables con nuestros Globales (por calificación crediticia y *duration*) finalizaron en promedio al alza. Por mencionar algunos ejemplos, El Salvador y Pakistán aumentaron entre 0,2% y 0,4%.

Argentina vs promedio bonos distressed y emergentes



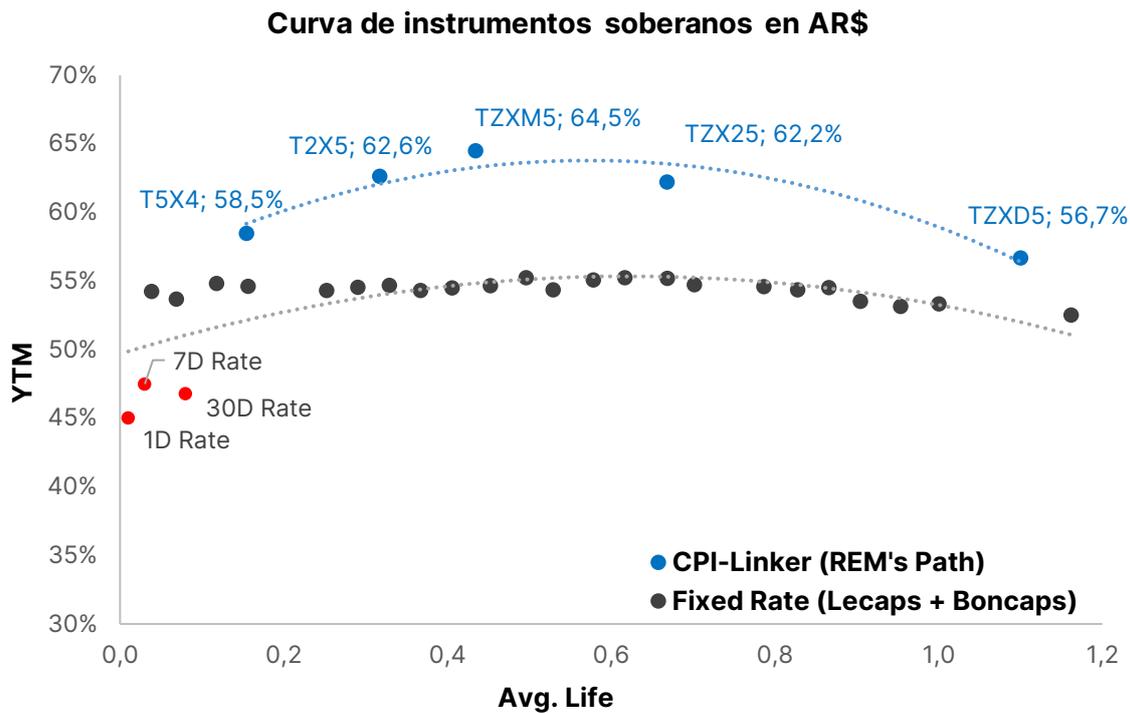
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Breve comentario sobre las curvas en pesos

Una pregunta recurrente en nuestro análisis es si los *breakevens* de inflación reflejan un exceso de optimismo respecto a la trayectoria inflacionaria. **Al examinar las proyecciones del REM del BCRA, observamos que las expectativas se alejan de lo que actualmente el mercado valora en las curvas de deuda en pesos.** En concreto, luego de haber acertado el 3,5% de inflación de septiembre, ahora **el REM espera para el cuarto trimestre un promedio de 3,4% mensual.** Mientras tanto, la inflación implícita entre el Boncer a febrero 2025 (T2X5) y la Lecap a diciembre 2024 (S13D4) marca un 2,7% de TEM hasta fin de año.

Al menos de corto plazo, nuestro *view* respecto de la inflación está algo más alineado con el REM. Dada esta diferencia, para los pesos preferimos tomar posición en CER cortos en vez de tasa fija. Vemos que para misma *duration* el T2X5 tendría un rendimiento del 62,6%, lo cual agregaría un adicional de 6,3 pp. de TEA si se lo compara con la LECAP de similar *duration* (S28F5; 54,3% TEA).

Para el 2025 el sendero del REM luce más optimista. Proyecta un 35% interanual, equivalente a una TEM del 2,5%, lo cual se alinea con los *breakevens* de inflación para ese año. La selección en este tramo de la curva entre un Boncap o un Bono CER genera algo más de debate, incluso puertas adentro. Si bien somos optimistas respecto del sendero de inflación para 2025, por tanto, nos atrae *lockear* tasa fija en niveles de 3,6% de TEM en un Boncap, entendemos que la estrategia no está exenta de riesgos. En este contexto, los bonos a tasa fija más largos podrían experimentar mayor volatilidad y ser los más afectados si la normalización cambiaria se acelerará. Por el contrario, si el proceso desinflacionario resulta ser más exitoso, ya sea vía reducción del *crawling* o vía expectativas, la curva de tasa fija podría invertirse y este tramo sería el más beneficiado.

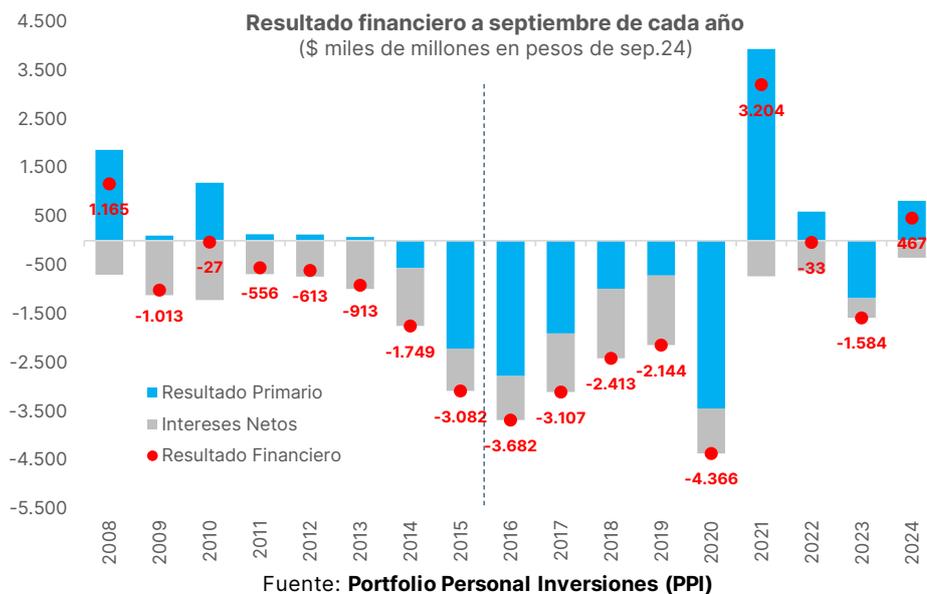


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Continúa consolidándose el ancla fiscal

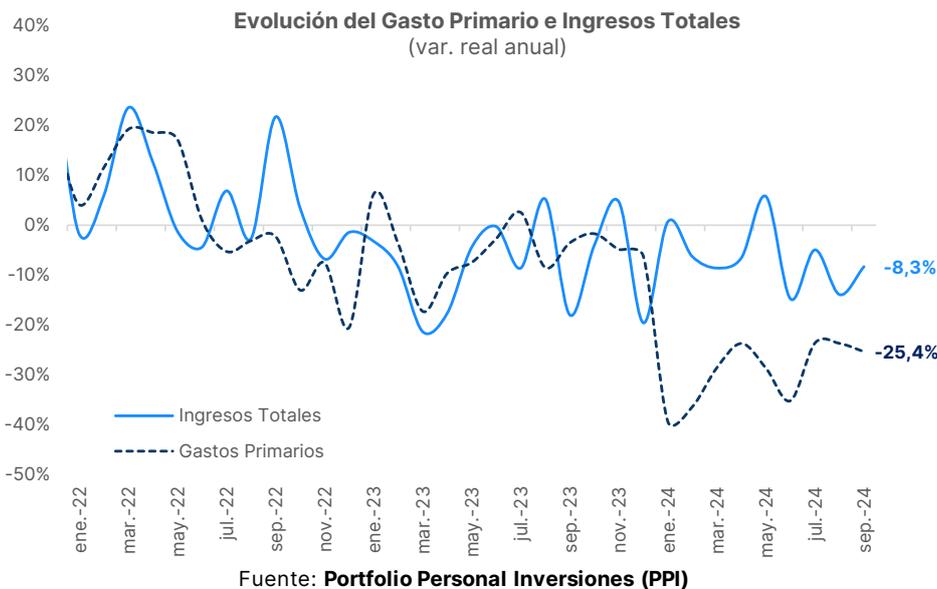
Como era previsto, el Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) hilvanó su **noveno superávit primario consecutivo**, fenómeno inédito desde 2013. De esta forma, obtuvo un **resultado primario positivo de \$816.447 millones**, el más alto para este mes desde 2010, al excluir el atípico 2021. Tras pagar intereses por \$349.816 millones, alcanzó un **superávit financiero de \$466.631 millones**, el mayor registro desde 2008, también al excluir 2021. Así las cosas, en los primeros nueve meses del año, el SPNNF acumuló un balance primario de 1,7% del PBI y uno fiscal de 0,4%. El compromiso del Gobierno con alcanzar el objetivo de equilibrio financiero a fin de año es notable mes a mes. Aún más, el Ministerio de Economía en su comunicado en [X](#) destacó que el orden fiscal es la principal ancla del programa económico.

El mayor superávit fiscal desde 2008, al excluir el atípico 2021



¿Cómo se explicó el buen resultado del SPNNF en septiembre? **Los ingresos moderaron su caída en términos reales, mientras que los gastos la profundizaron.** Respecto a los primeros, disminuyeron 8,3% real anual frente a 13,9% en agosto, ayudados principalmente por la **recaudación extraordinaria de Bienes Personales, producto del régimen especial (REIBP)**. El SPNNF recaudó \$368.058 millones por este tributo, cifra récord desde que se tiene registro. En consecuencia, aportó \$299.201 millones adicionales en pesos constantes respecto a septiembre 2023 (+428,3% real anual). También colaboró la mejora en los Derechos de Exportación (+\$188.491 millones o +54,8% real anual), debido a un aumento en cantidades exportadas, y en los impuestos vinculados a la Seguridad Social (+\$85.751 millones o +3,2% real anual), gracias a la recuperación del salario real. El resto de los ingresos (resto de los impuestos, otros ingresos y rentas de la propiedad) mermaron en términos reales, con excepción de los ingresos de capital, que se mantuvieron prácticamente inalterados.

Los ingresos moderaron su caída y los gastos la profundizaron

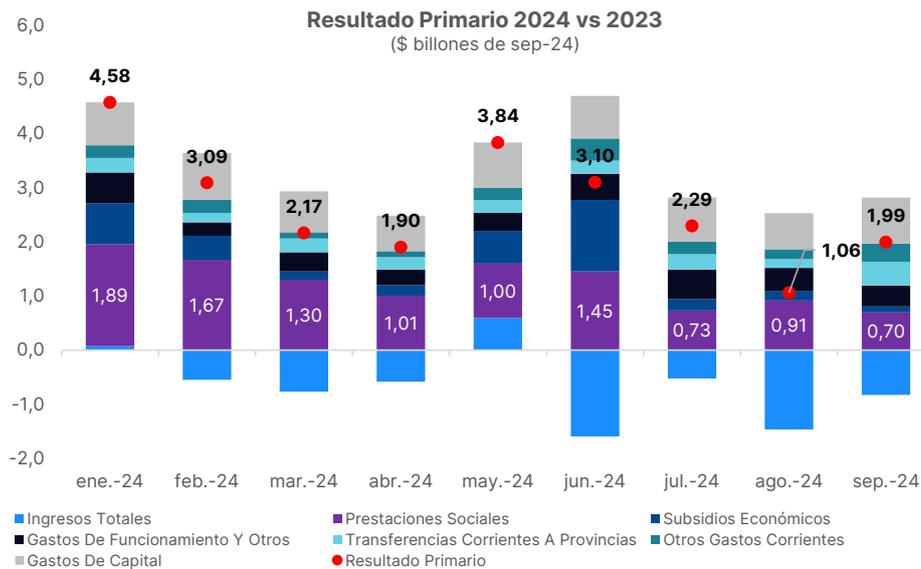


En cuanto a las erogaciones, se hundieron 25,4% real anual en septiembre, apenas mayor que las caídas de 23,6% en julio y 23,7% en agosto. Siguió aplicándose una **combinación de “motosierra” y “licuadora”, destacándose lo primero por primera vez en el año**. Las partidas del gasto que exhibieron un recorte nominal fueron los gastos de capital (-\$855.566 millones o -73,2%), las transferencias corrientes a provincias (-\$443.113 millones o -71,5% real anual) y otros gastos corrientes (-\$329.278 millones o -48,4% real). Por ende, **la “motosierra” explicó 57,7% o \$1,63 billones del ajuste de los egresos de \$2,82 billones constantes** respecto a septiembre 2023. En tanto, el restante 42,3% o \$1,19 billones se basó en “licuadora”. Las partidas que contribuyeron al ajuste por esta vía fueron:

- Prestacionales sociales (-\$696.607 millones o -19,7% real anual), aunque aportó mucho menos que en meses anteriores. Entre jubilaciones y otros programas sociales explicaron prácticamente la mitad cada uno del recorte en esta categoría.
- Subsidios económicos (-\$110.095 millones o -13,4%), que también contribuyó en menor medida que en meses anteriores. Impactó un menor ajuste de los subsidios a la energía que fue compensado parcialmente con un mayor recorte en el subsidio al transporte.
- Gastos de funcionamiento (-\$385.733 millones o -22,1%), que se mantuvo en línea con la baja de meses anteriores.

Para cerrar, el único componente que presentó una suba real fue la asignación universal para la protección social (+\$81.493 millones o +31,9%).

Cambió la composición del ajuste del gasto: “motosierra” por sobre “licuadora”



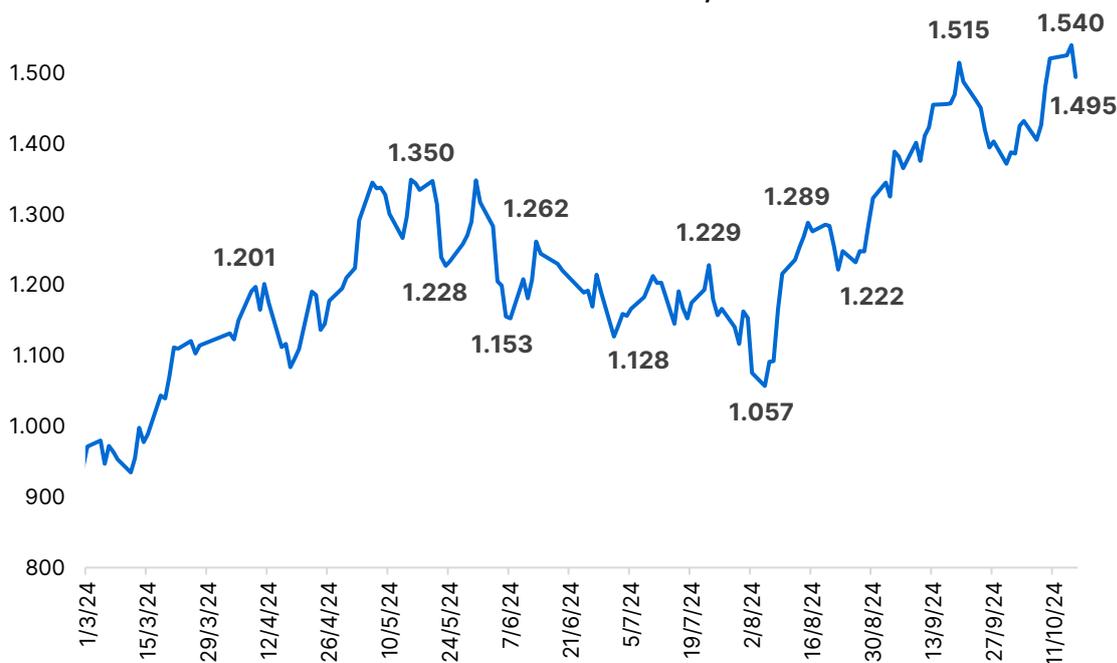
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval retrocede luego del rally

Luego de romper sus propios récords durante tres jornadas consecutivas, este miércoles, el Merval se tomó un descanso al caer -2,9%. **De esta forma, se ubicó en US\$1.495, nuevamente por debajo de los US\$1.500.**

En la bolsa porteña, las acciones incluidas en el panel líder cerraron teñidas de rojo. Las excepciones fueron **TECO2 (+5,7%), MIRG (+0,7%) y TXAR (+0,1%)** que lograron sobreponerse al mal día. Del otro lado, **BMA (-5,1%), METR (-4,6%) y CEPU (-4,4%)** registraron las mayores pérdidas. En *Wall Street*, el desempeño de los ADRs no fue mucho mejor. **BMA (-6,2%), BBAR (-5,8%) y CRESY (-4,7%)** encabezaron las bajas, mientras que **TEO (+5,2%), DESP (+3,0%), GLOB (+2,2%) y MELI (+0,6%)** fueron los únicos que terminaron el día con variaciones positivas.

El Merval retrocedió 2,9%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)****Investor Day por duplicado – TGS y Pampa Energía crecen al ritmo de Vaca Muerta**

Este lunes, **Transportadora de Gas del Sur (TGS)** tuvo el honor de hacer sonar la campana en la Bolsa de Nueva York, celebrando sus 30 años de cotización ininterrumpida en *Wall Street*. Con este evento iniciaron su Investor Day, donde se **discutió la evolución de la compañía en los últimos años y sus próximos pasos estratégicos**.

TGS, con casi 9.300 km de gasoductos, es la mayor transportadora de gas en América Latina. Además, en Neuquén, se consolidó como el principal *midstreamer* de Vaca Muerta tras finalizar la construcción de la planta de acondicionamiento de gas de Tratayén con inversiones por aproximadamente US\$700 millones. A futuro, la compañía apuesta por un ambicioso proyecto de GNL, que incluye la construcción de un poliducto para incrementar la capacidad de transporte en 14 millones de m³ diarios. Este poliducto conectaría la planta de procesamiento de Tratayén con Bahía Blanca, donde se prevé construir una planta de fraccionamiento, almacenamiento y despacho. El proyecto tiene un enfoque exportador y se enmarcaría en los beneficios fiscales derivados del RIGI.

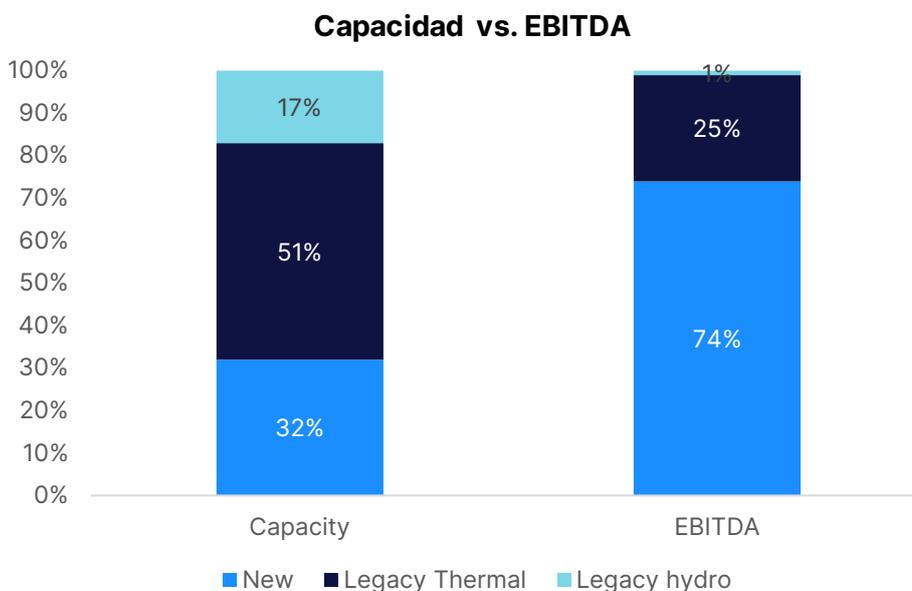
Por otro lado, ayer **Pampa Energía (PAMP)** también llevó a cabo su presentación para inversores, en la cual no solamente hizo foco en la evolución de la compañía, sino que buscó resaltar el enorme potencial de crecimiento a futuro.

La compañía subrayó su papel como uno de los principales jugadores en Vaca Muerta, posicionándose como el tercer productor de gas no convencional (*shale gas*) gracias a la explotación de sus yacimientos El Mangrullo y Sierra Chata. En este sentido, vale la pena señalar que, en los últimos tres años, Pampa más que duplicó su producción de gas natural.

Adicionalmente, Pampa destacó el potencial impacto de un activo clave: Rincón de Aranda. Se espera que este bloque, que abarca 59.000 acres en una zona especialmente prolífica de Vaca Muerta (se encuentra adyacente a otros yacimientos de probada excelente performance), sea un

verdadero *game changer* para la compañía. Pampa Energía proyecta alcanzar una producción de 45.000 barriles diarios de petróleo para 2027. **Se estima que solamente este bloque podría generar un EBITDA anual de US\$700 millones una vez se encuentre completamente operativo.** En línea, por las características propias de la producción no convencional, se espera una reducción significativa en el *lifting cost*, que pasaría de US\$22 por barril a aproximadamente US\$5 en los próximos tres años. De este modo, en el segmento de E&P (Exploración y Producción), **PAMP proyecta aumentar su producción de 82 kboe/d al cierre de 2024 a 122 kboe/d para 2027, alcanzando ingresos por US\$1.720 millones.**

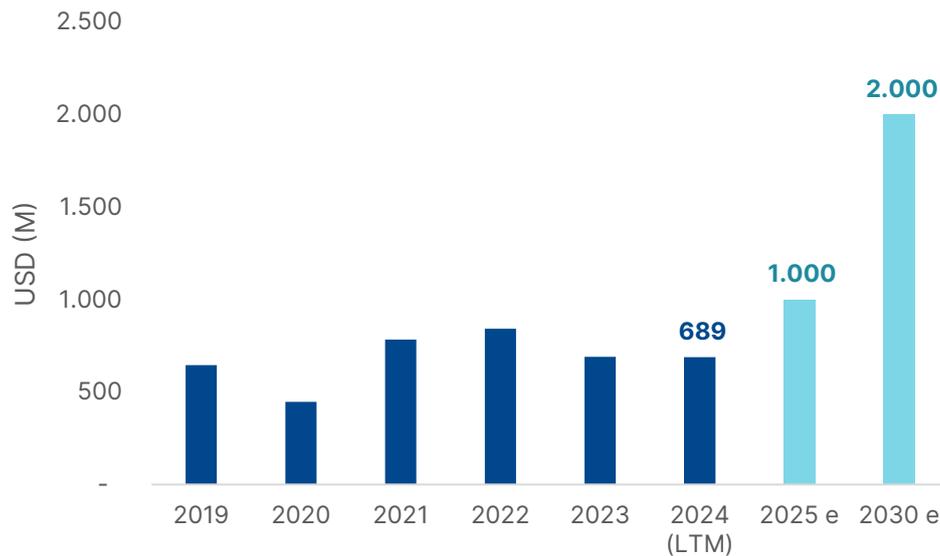
Otro de los drivers que destacó la compañía es la potencial desregulación del mercado energético. Señalaron que mientras su capacidad instalada bajo contratos de energía base representa cerca de 68%, apenas significan el 26% del EBITDA del segmento. Esperarían que esa situación mejore en un contexto donde la compañía deje de tener que operar a través de CAMMESA y pueda firmar contratos privados.



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

En definitiva, en conjunto con sus demás negocios, **la compañía estima que alcanzará un EBITDA consolidado de US\$1.000 millones para 2025**, de los cuales US\$300 millones provendrían de exportaciones. Esto representa un crecimiento cercano al 30% en comparación con el EBITDA total de los últimos 12 meses. Una diferencia sustancial. Para 2027, las proyecciones son aun más osadas, llegando a duplicar los valores de 2025.

EBITDA de Pampa Energía

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)****El Grupo Albanesi busca canjear su deuda bajo legislación extranjera**

Hace dos meses, el Grupo Albanesi lanzó una oferta de canje a sus inversores locales. Tenía por objetivo despejar sus vencimientos de corto plazo y simplificar su estructura de deuda dado que existían más de veinte bonos emitidos entre las co-emisiones de Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A. y la deuda de Albanesi Energía S.A. La operación, que podría describirse como relativamente agresiva dado que abrió la posibilidad de modificar las cláusulas de las ONs elegibles para asimilarlas a las de los nuevos bonos siempre que se hubiera alcanzado las mayorías previstas, fue un éxito para la compañía pues logró sus dos objetivos. Ahora apunta a su deuda internacional.

En detalle, Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A. anunciaron la intención de canjear su deuda garantizada Clase XXII con vencimiento en 2026 (ISIN: USP46214AD78), su bono garantizado Clase XXXI con vencimiento en 2027 (ISIN: USP46214AE51; ticker local MRCXO) y la ON Clase X con vencimiento en 2027 (ISIN: USP46214AC95; ticker local MRCAO) por una Nueva ON garantizada con vencimiento en 2031. Para la primera, con capital remanente por US\$56,3 millones, GEMSA y CTR ofrecen US\$101,5 más los intereses devengados y no pagados por cada US\$100,0 nominales durante el período de participación temprana. En tanto, ofrecen US\$103,0 precio *clean* por los US\$59,9 millones emitidos de MRCXO. Finalmente, por los US\$240,8 millones de la Clase X (MRCAO), la relación de canje es a la par. Todas estas ofertas bajan a US\$97 por cada US\$100 de valor nominal luego del 21 de octubre, cuando termina el período de aceptación temprana.

Detalles de la oferta de canje

Descripción	Ticker local	Capital remanente	Contraprestación de Canje	
			Período de aceptación temprana	Período de aceptación tardío
Obligaciones Negociables Clase XXII Garantizadas a una tasa de interés fija incremental del 13,25% con vencimiento en 2026		US\$56,3m	US\$1.015,0	US\$970,0
Obligaciones Negociables Clase XXXI Garantizadas a una tasa de interés del 12,50% con vencimiento en 2027	MRCXO	US\$59,9m	US\$1.030,0	US\$970,0
Obligaciones Negociables Clase X a una tasa de interés fija del 9,625% con vencimiento en 2027	MRCAO	US\$240,8m	US\$1.000,0	US\$970,0

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

Con respecto a la Nueva Obligación Negociable, tendrá una estructura amortizable. Comenzará a amortizar en mayo de 2026 y finalizará en noviembre de 2031. Los pagos de capital, que serán semestrales, se realizarán en forma incremental, iniciando con un desembolso del 1,5% del monto inicial y culminará con un último pago por 22%. Además, la Nueva ON tendrá un cupón del 11% pagadero cada seis meses, lo que representa una mejora frente al 9,625% de MRCAO con vencimiento en 2027, pero un deterioro respecto a los cupones de 12,5% de MRCXO y de 13,25% de la Clase XXII. No obstante, para estos dos casos, el premio compensa parcialmente el menor cupón. Además, como todos los bonos se concentran en un solo instrumento, se espera que la liquidez del Nuevo Bono mejore. Por último, cabe destacar que este Nuevo Instrumento estará respaldado por una serie de activos, a los que podrían sumarse contratos y activos adicionales en caso de que se active la cláusula de liberación del colateral en los bonos garantizados elegibles.

Cronograma de amortización de la nueva ON

Cronograma	may-26	nov-26	may-27	nov-27	may-28	nov-28	may-29	nov-29	may-30	nov-30	may-31	Vencimiento
Pago (%)	1,50%	1,50%	2,50%	2,50%	7,50%	7,50%	11%	11%	11%	11%	11%	22%

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

Ampliando sobre este último punto, al igual que en el canje local, esta oferta busca obtener el consentimiento de los tenedores para cambiar ciertas condiciones de emisión. Por un lado, busca eliminar una buena parte de los compromisos restrictivos que limitan el accionar de la compañía al tiempo que busca anular diversos eventos de incumplimiento. Ambos puntos afectarían tanto a los bonos garantizados como al no garantizado, y requerirían de un nivel de aceptación del 50% del capital remanente para cada bono para ser aprobado. Por otro lado, busca liberar todos los contratos y activos utilizados como respaldo en las emisiones garantizadas elegibles. Para realizar este cambio en las garantías se necesita una aceptación del 85% por instrumento. En este sentido, existen riesgos no menores para aquellos que no adhieran a la oferta.

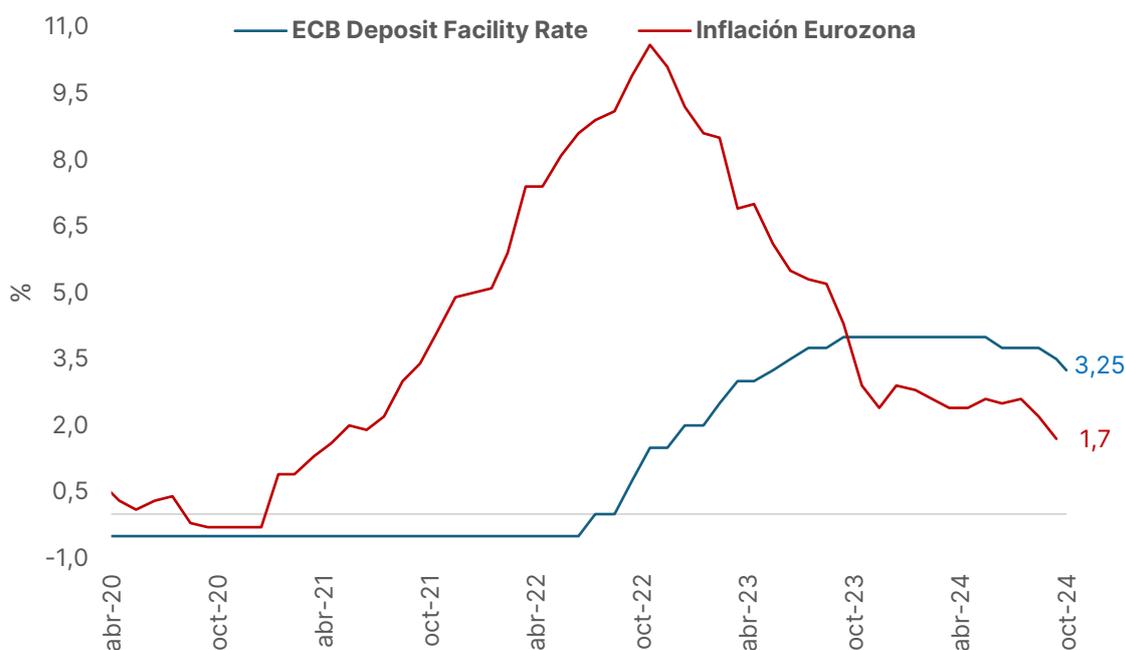
En resumen, aceptar la oferta y pasar de MRCAO al Nuevo Bono parece razonable. En primer lugar, implica un cambio de una emisión no garantizada a una garantizada, lo que supone una mejora en términos de prioridad respecto de otros acreedores en el contexto de una empresa con niveles de apalancamiento elevados. En segundo lugar, el aumento del cupón de 9,625% al 11,0% supone una ganancia importante en términos de *current yield*. Considerando la paridad actual de MRCAO del 90%, este aumento del cupón se traduce en una CY de 12,4%. Además, dado su calendario de amortización, el bono tendría una TIR del alrededor del 14,4%. Si la empresa logra mejorar su performance en los próximos meses, aumentando su EBITDA y afrontando sus deudas de corto plazo, podría haber margen de compresión en estos niveles. En síntesis, al final del recorrido podría haber un premio para aquellos que se animen a tomar este riesgo.

El Banco Central Europeo baja la tasa por tercera vez en el año

El Banco Central Europeo (BCE) recortó la tasa de política monetaria en 25 pbs, llevándola de 3,5% a 3,25%. Recordemos que el ciclo de recortes comenzó antes que en Estados Unidos: el BCE realizó su primera baja a fines de mayo, luego de que la tasa alcanzara el 4%.

Ayer, **se dio a conocer el dato de inflación de la Eurozona, que se ubicó en 1,7% anual en septiembre**, por debajo del objetivo del organismo del 2 % anual. En esta línea, el BCE afirmó que el proceso de control de precios está “bien encaminado”, pero no dio pistas sobre el ritmo de recorte de tasas hacia adelante. Más allá de esto, en el comunicado también se dijo que la inflación doméstica sigue siendo alta, ya que los salarios continúan subiendo a un ritmo elevado, aunque se prevé que las presiones de los costos laborales continúen disminuyendo gradualmente, amortiguando de forma parcial su impacto en la inflación.

Evolución de la inflación y la tasa de política monetaria
(Eurozona)



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

En este contexto, **el mercado descuenta que el BCE recortará otros 25 pbs en su próxima reunión de noviembre**, con un 89% de probabilidad. Por su parte, los rendimientos de los Bunds (bonos soberanos de Alemania) suben a lo largo de la curva. La tasa a 10 años asciende 3 pbs, mientras que el tramo corto a 2 años hace lo propio con 1 pb. En lo que respecta al equity, el principal índice europeo, el Stoxx 600, trepa 0,6%.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
herrera@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Equity Analyst
dvllassich@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@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.