

19 de abril de 2024

Argentina Weekly

¿Sigue el carry?

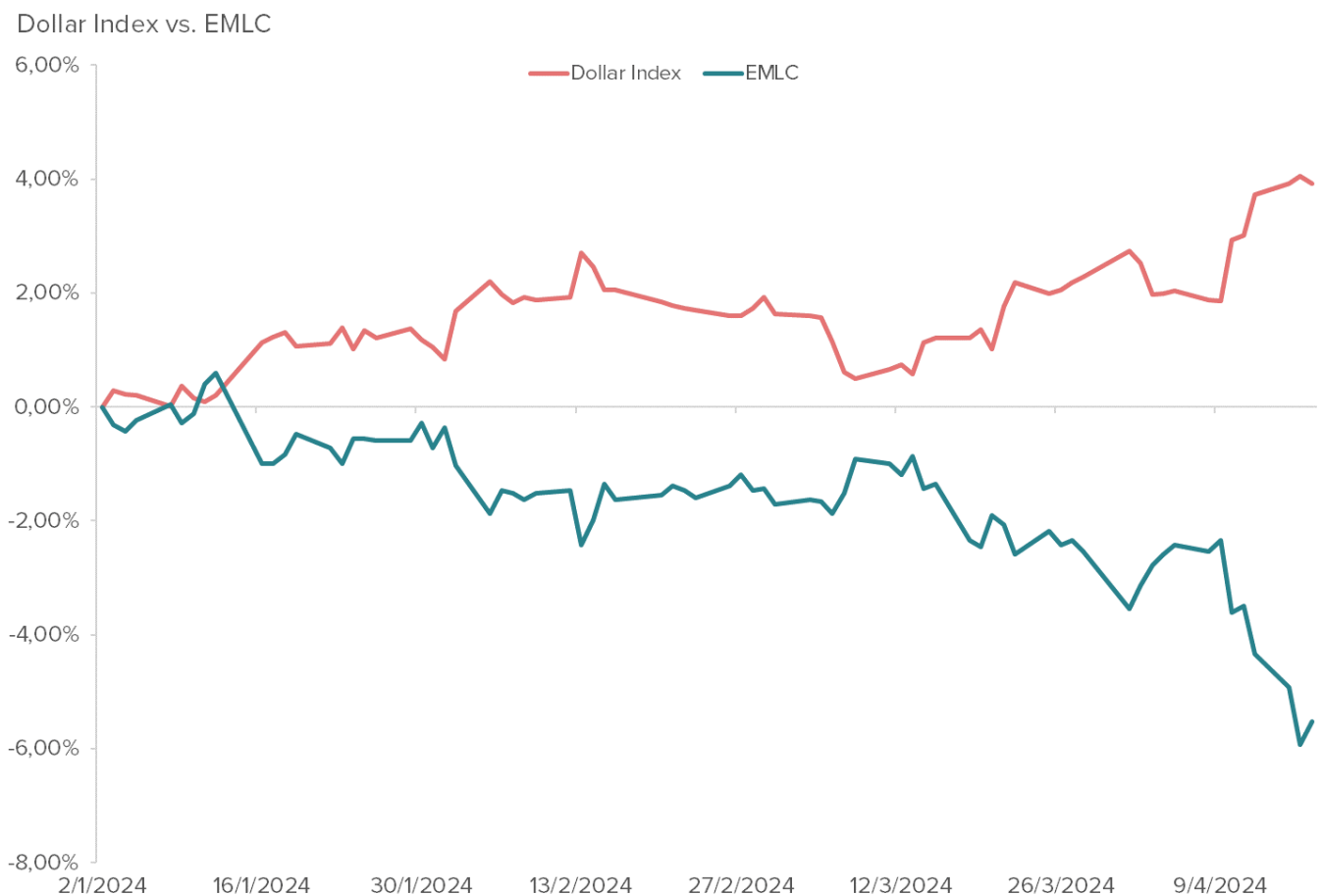
- Luego de varias semanas de calma, tanto el CCL como el MEP se reactivaron como respuesta a una amplia gama de factores tanto locales como internacionales, acumulando subas del 4% desde la semana pasada hasta el miércoles, despertando preocupaciones y surgiendo las preguntas: ¿Se terminó la pax cambiaria? ¿Sigue el carry?
- Los movimientos recientes de los FX financieros resultan lógicos al tener en cuenta el panorama internacional desfavorable, con preocupaciones en cuanto a la política monetaria de la Reserva Federal y la tensión en Medio Oriente. A estos se agregan los bajos volúmenes de liquidación y la menor oferta en el mercado del CCL, resultado de las fuertes lluvias.
- Llegamos a la conclusión de que las subas recientes de los FX financieros tendrían una naturaleza transitoria y en el corto plazo los dólares deberían mantenerse relativamente estables, así como que el carry continúa siendo una alternativa atractiva, incluso luego de la baja de tasas.
- La deuda hard dólar rebotó impulsada por un contexto internacional más constructivo y principalmente por factores idiosincráticos entre los que se encuentra el ingreso del paquete fiscal al Congreso y la ratificación de Caputo del fuerte compromiso del gobierno con el resultado fiscal.
- En relación a la deuda en pesos, esta semana el tramo medio y largo de la curva CER devolvió parte de la suba de la semana pasada cerrando el jueves con una caída acumulada promedio de 3% y la parte larga con caídas aún mayores en el orden de 4%/6%. Las lecaps de enero y febrero comprimen dos ruedas consecutivas y ya operan en niveles de 4,35% y 4,30% TEM. Los FCI CER estuvieron recibiendo suscripciones de forma sostenida durante las últimas siete ruedas acumulando \$131.000 MM, sin embargo, la curva CER continuó estando pesada. Para hacer carry nos inclinamos por el Fondo IEB Ahorro Plus (T+1).
- En esta edición del semanal hacemos foco en uno de los sectores que consideramos más atractivos del mercado local: Oil & Gas (Pampa Energía, Vista Energy e YPF).

ECONOMÍA

Luego de varias semanas de calma, tanto el CCL como el MEP se reactivaron como respuesta a una amplia gama de factores tanto locales como internacionales, acumulando subas del 4% desde la semana pasada hasta el miércoles, despertando preocupaciones y surgiendo las preguntas: **¿Se terminó la pax cambiaria? ¿Sigue el carry?**

Desde el pico de \$/USD 1.300 alcanzado a mediados de enero, con brecha superior al 60%, el CCL comenzó un camino sostenido a la baja, particularmente desde el inicio de abril con un mayor ingreso de divisas, alcanzando un piso en \$/USD 1.020 / \$/USD 1.030 con una brecha por debajo del 20%. En los últimos días dicha tendencia se revirtió, incrementando levemente el diferencial entre el FX financiero y el tipo de cambio mayorista, aunque la presión alcista se relajó llegado el miércoles.

Estos movimientos recientes de los FX financieros resultan lógicos al tener en cuenta el panorama internacional desfavorable, particularmente en lo que respecta a la política monetaria de la Reserva Federal. La semana pasada llegó sobrecargada de datos económicos en Estados Unidos: publicación del IPC de marzo, ventas minoristas, y numerosos indicadores ligados al nivel de actividad. El dato de mayor relevancia llegó por el lado del IPC, el cual se encontró por encima del consenso tanto en su medición general como en la núcleo, sosteniendo también el mismo nivel en las variaciones mensuales, durante los últimos tres meses y despertando preocupaciones acerca del comportamiento de la inflación en Estados Unidos, poniendo en duda el objetivo de 2% anual.



Fuente: IEB en base a Investing

Este conjunto de datos económicos modificó rotundamente las expectativas del mercado con relación al comportamiento de las autoridades monetarias, descartando una baja de tasas en el corto plazo y proyectando un comportamiento más gradual al comenzar dicho ciclo de baja de tasas. En este contexto, la tasa a 10 años del Tesoro estadounidense subió a un nivel registrado por última vez en noviembre, dándose la misma situación para el Dollar Index (DXY).

Además, en el ámbito internacional, se suman las crecientes tensiones geopolíticas luego del ataque desde Irán a Israel y la incertidumbre con respecto a la respuesta a dicho ataque. Dichos eventos han generado ruido en el mercado, impulsando la volatilidad y empujando la migración a activos de menor riesgo.

Este fortalecimiento del dólar y la mayor volatilidad inevitablemente golpearon al resto de las monedas del mundo, con impacto particular sobre latinoamérica: el Real se depreció un 5,2%, el Peso Chileno y el Peso Mexicano lo hicieron en un 4%. Argentina difícilmente escaparía a este fenómeno, aunque en este caso la ha golpeado en menor medida que a los países vecinos.

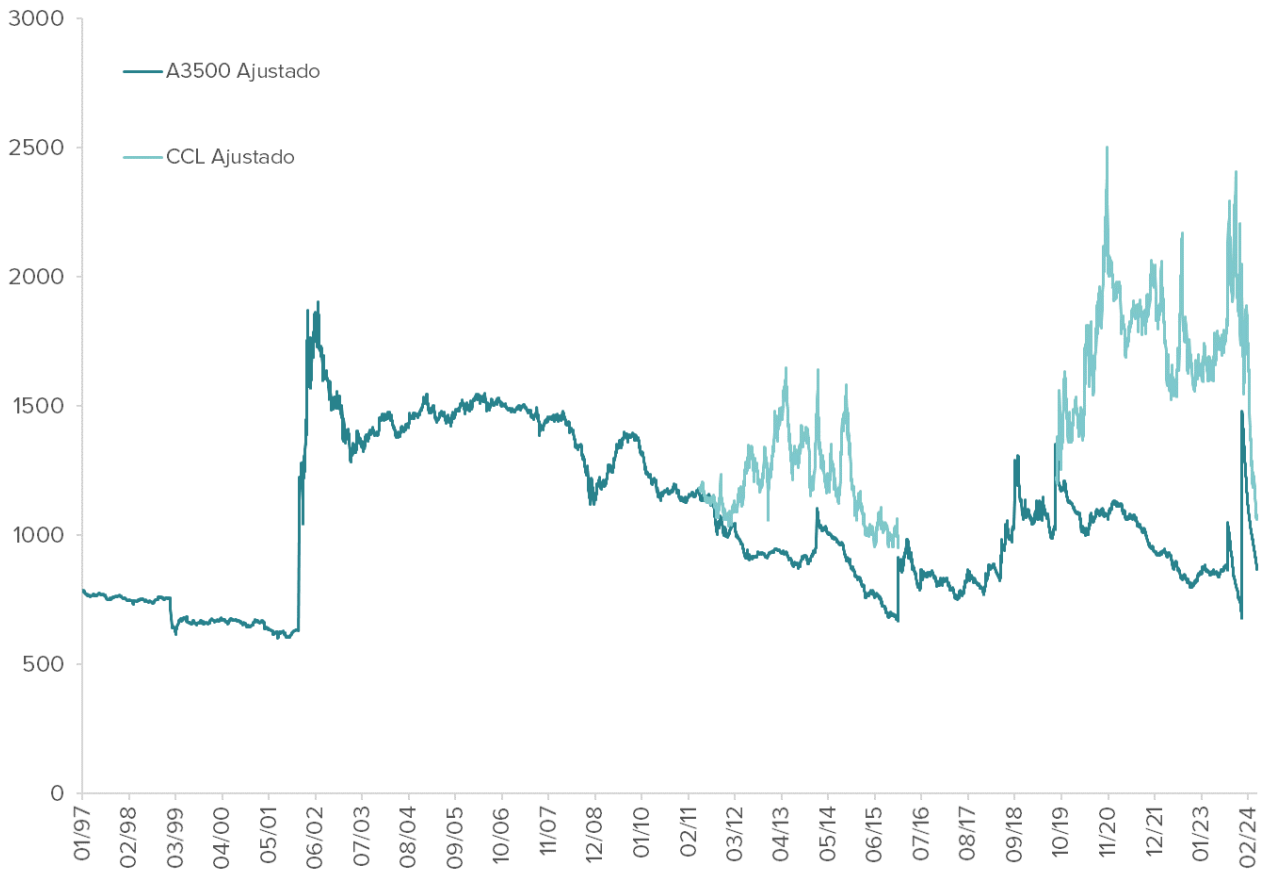
Monedas

			WoW	MoM	YTD
Argentina	ARS	868,50	-0,5%	-2,1%	-6,9%
	CCL	1.075,81	-2,7%	-0,7%	-9,5%
Desarrollados	DXY	106,34	2,2%	2,8%	4,1%
	EUR	1,06	-2,2%	-2,5%	-3,9%
	JPY	154,71	-1,9%	-3,7%	-8,9%
	GBP	1,24	-2,0%	-2,5%	-2,4%
LATAM	BRL	5,28	-5,2%	-5,4%	-8,1%
	CLP	979,90	-4,0%	-3,9%	-10,3%
	MXN	17,05	-3,9%	-2,1%	-0,5%
EM	CNY	7,24	-0,1%	-0,6%	-1,3%
	INR	83,64	-0,5%	-0,9%	-0,5%
	RUB	94,42	-1,5%	-2,7%	-2,6%

Fuente: IEB en base a Investing y BYMADA TA

Esta situación ha despertado dudas con respecto a la sostenibilidad del ritmo devaluatorio planteado desde el Ministerio de Economía. A medida que el Dollar Index levanta vuelo y el resto de las monedas se devalúan, el tipo de cambio oficial continúa ajustando al 2% mensual, muy por debajo del ritmo de la inflación. **Por lo tanto, el impacto de la devaluación de las monedas de los socios comerciales, fundamentales para la Argentina, elevan las dudas acerca del ingreso de divisas, y amplifican los temores de una devaluación del tipo de cambio oficial.**

CCL y A3500 ajustados por inflación



Fuente: IEB en base a BCRA

Focalizando en los aspectos endógenos, hay un factor local de gran incidencia en las subas recientes de los FX financieros: el menor volumen de liquidación. Debido al dólar blend, es decir a la liquidación del 80% de divisas a través del MULC y el 20% restante a través del CCL, en el mercado del segundo aumenta significativamente la oferta en aquellas ruedas con mayor volumen de liquidación, dándose entonces una relación muy estrecha entre el volumen operado en el mercado de cambios y el sube y baja del CCL.

En semanas previas se había observado un incremento importante en el volumen operado a través del MULC, lo cuál se tradujo en bajas en el CCL. **Como consecuencia de factores estrictamente locales, a saber las lluvias de principio de semana que complicaron la cosecha y el ingreso de camiones a los campos, los volúmenes en los últimos días se vieron fuertemente afectados, derivando en un incremento en las cotizaciones.**

A su vez, se ha atribuido parte del movimiento reciente en los dólares a la última baja de la tasa de política monetaria del BCRA. No coincidimos con esta visión, ya que de haber sido así las subas más fuertes deberían haberse observado en las últimas ruedas de la semana pasada, con una reacción casi inmediata.

Teniendo en cuenta los factores previamente mencionados, llegamos a la conclusión de que las subas recientes de los FX financieros tendrían una naturaleza transitoria y en el corto plazo los dólares deberían mantenerse relativamente estables, así como que el carry continúa siendo una alternativa atractiva, incluso luego de la baja de tasas.

A medida que se normalicen los volúmenes operados en el MULC luego del parate en la cosecha y que la liquidación se acelere con el ingreso de la cosecha gruesa, la oferta en el CCL se verá incrementada sustancialmente, empujando la cotización a la baja. Por ende, no consideramos que el contexto internacional sea lo suficientemente adverso como para interpretarlo como viento de frente. No obstante, habrá que prestar especial atención a lo que suceda con la tasa del Tesoro estadounidense y el resto de monedas del mundo, especialmente las de nuestros principales socios comerciales (Brasil, Zona Euro, China), ya que un empeoramiento del clima internacional podría convertirse rápidamente en una complicación para el sostenimiento de un dólar tranquilo.

BONUS TRACK:

El miércoles ingresó al Congreso el proyecto que incluye el paquete fiscal, aquel que fue retirado de la Ley Bases para acelerar y facilitar su aprobación, y que será debatido en simultáneo con dicha Ley a principios de mayo, de acuerdo con trascendidos periodísticos. Mientras tanto, a la espera del tratamiento en la Cámara Baja, en estos días se estará debatiendo el proyecto en la Comisión de Presupuesto.

El texto asegura que “el Estado Nacional se encuentra obligado a balancear sus cuentas fiscales, debiendo para ello apoyarse en dos pilares fundamentales: la reducción del gasto público y la mejora en la recaudación impositiva”, para lo cual propone un abanico de medidas apuntadas directamente a recomponer la recaudación del SPNF, golpeada como resultado de la contracción del nivel de actividad, y asegurar el sostenimiento de resultados fiscales positivos. Oportunamente analizaremos en detalle el proyecto y las medidas propuestas, así como los avances que se vayan dando en la cámara baja.

DEUDA EN PESOS

La semana pasada, los bonos CER fueron los títulos que mostraron las mayores subas, cerrando la semana casi 9% arriba en promedio. Los bonos en pesos venían anticipando la suba de tasas que se terminó efectivizando el jueves de la semana pasada cuando el BCRA llevó la tasa de política monetaria a 70% TNA, aunque los activos no lo tenían completamente incorporado en precios dado que luego de conocerse la noticia tuvieron una suba adicional de 4% en promedio. Las mayores subas se dieron en el tramo medio y largo de la curva CER donde los bonos subieron 12% en promedio. Adicionalmente el BCRA comunicó que subirá los encajes de las cuentas remuneradas de los Money Market de 0% a 10%, lo que tuvo un impacto sobre el rendimiento de estos fondos.

Esta semana la parte media y larga de la curva CER devolvió parte de la suba de la semana pasada cerrando el jueves con una caída promedio de 3% y la parte larga con caídas aún mayores en el orden de 4%/6%. La inflación mayorista de marzo subió solo 5,4%, mientras que los datos de alta frecuencia hacen pensar que la inflación de abril podría ubicarse por debajo del 10% como mencionó Caputo. Las lecaps de enero y febrero comprimen dos ruedas consecutivas y ya operan en niveles de 4,35% y 4,30% TEM.

	Jueves 18-4-24			Viernes 12-4-24			Viernes 5-4-24			Diferencia TNA	
	Días	TNA	TEA	TEM	TNA	TEA	TEM	TNA	TEA		TEM
Lecap S14O4	175	62,52%	72,77%	4,66%	64,16%	76,11%	4,75%				
Lecap S31E5	284	61,87%	65,71%	4,30%	64,40%	68,24%	4,43%	74,30%		4,90%	-12,4%
Lecap S28F5	312	64,05%	66,67%	4,35%	67,04%	70,84%	4,50%				
Rem MMkt	30	58,50%	77,07%	4,88%	63,00%	84,82%	5,25%	80,00%	117,02%	6,67%	-21,5%
Pase BCRA	1	70,00%	101,24%	5,83%	80,00%	122,36%	6,67%	80,00%	122,54%	6,67%	-10,0%
Caución	1	63,00%	87,66%	5,25%	63,00%	87,66%		73,20%	107,77%	6,10%	
Caución	7	60,25%	82,04%	5,02%	62,50%	86,13%	5,21%	72,80%	106,05%	6,07%	-12,6%
Caución	30	60,10%	79,79%	5,01%	62,50%	83,95%	5,21%	73,00%	103,18%	6,08%	-12,9%
Badlar	30	61,43%	82,08%	5,12%	69,80%	97,13%	5,82%	71,40%	100,14%	5,95%	-10,0%
PF Fisico	30	60,00%	79,62%	5,00%	66,50%	91,07%	5,54%	69,60%	96,76%	5,54%	-9,6%
Lecer Mayo	30	41,25%	50,09%	3,44%							
Sintético TF Abril TV24	8	96,19%	159,06%	8,26%							

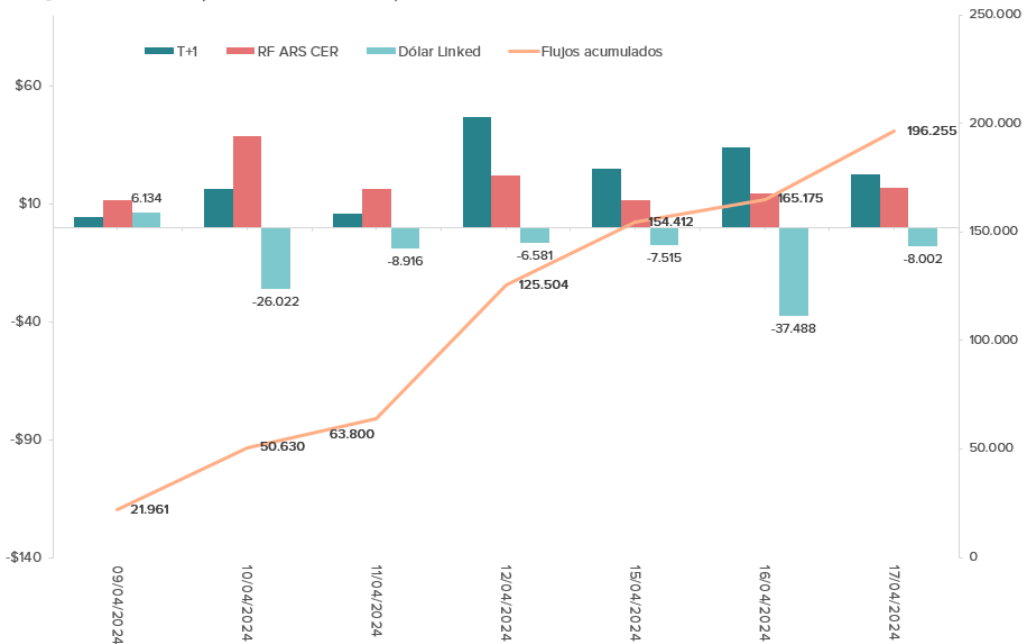
Por otra parte, dado la suba de encajes de las cuentas remuneradas sumado al hecho de que casi el 30% de la posición de los FCI Money Markets está en plazos fijos y estos también sufrieron una baja en la tasa, a medida que vayan venciendo los plazos fijos existentes se seguirá observando una reducción en los rendimientos ofrecidos por los FCI Money Markets.

Adicionalmente, los FCI T+1 dado que pueden tener una posición de liquidez menor y pueden posicionarse en activos que devenguen más que los plazos fijos y las cuentas remuneradas, la diferencia en los retornos de los FCI Money Markets y T+1 tenderá a ampliarse con el correr de las ruedas. En las últimas ruedas los T+1 se vieron afectados por la corrección de los bonos CER y quizás esta diferencia no se vea de inmediato.

Rendimientos MM y T+1				
Rendimiento Promedio (TNA)	Fondos MM	TEM	Fondos T+1	TEM
1d	61,4%	5,1%	62,68%	5,2%
7d	64,6%	5,4%	114,92%	9,6%
30d	70,8%	5,9%	89,48%	7,5%
90d	87,7%	7,3%	94,85%	7,9%
YTD	91,5%	7,6%	99,06%	8,3%

En relación a los flujos de los FCIs, los fondos CER estuvieron recibiendo suscripciones de forma sostenida durante las últimas siete ruedas acumulando \$131.000 MM, sin embargo los bonos CER continúan corrigiendo. Los FCI dolar linked por su parte siguen teniendo rescates, \$26.954 MM en las últimas siete ruedas. En los últimos 90 días acumulan salidas por \$1,287 BB y en lo que va del año \$1,45 BB, lo que representa una reducción de 51% del patrimonio administrado de estos fondos en el año. En relación al tipo de cambio, Caputo esta semana dio a entender que el levantamiento del cepo no es inminente. Finalmente los FCI T+1 tuvieron suscripciones por \$153.000 MM en las últimas siete ruedas.

Flujos Industria FCI (en ARS miles de MM)



Fuente: IEB en base a 1816

Creemos que sigue existiendo la posibilidad de hacer carry dado que pensamos que los dólares financieros pueden permanecer estables en el corto plazo, para esto preferimos el Fondo IEB Ahorro Plus (T+1) cuyo objetivo es obtener una rentabilidad superior a un plazo fijo tradicional y que actualmente tiene una duration de 71,76 días y una TIR de 150,55%.

Por otro lado, a pesar de que la curva CER continua pesada, nos seguimos inclinando por el tramo medio de la curva CER dentro de los bonos en pesos.

DEUDA EN DÓLARES

Los soberanos hard dólar vienen de una semana adversa en la que el contexto internacional detuvo el rally haciéndolos retroceder 2% en promedio. El mal dato de inflación de Estados Unidos modificó las expectativas acerca del próximo recorte de tasas de la FED haciendo pensar que podría requerir más tiempo del previsto. Durante el fin de semana, la escalada del conflicto en Medio Oriente añadió algo más de incertidumbre aunque con un impacto marginal en los mercados. Ante esto, la tasa del bono americano a 10 años escaló a 4,5% al cierre de la semana pasada mientras que, durante las últimas ruedas, volvió a subir 14 pbs alcanzando los 4,64%. En este contexto la deuda emergente se vió claramente afectada cayendo 1,5% en promedio medido a través del EMB ETF. Los bopreales mostraron ser más defensivos la semana pasada en la que cerraron con una variación positiva de 2,6% en promedio.

Este clima desfavorable se extendió durante las primeras dos ruedas de esta semana donde los créditos emergentes volvieron a caer 1,46% y los bonos locales en 3,75%. Posteriormente, este clima negativo se moderó haciendo que los bonos de países emergentes rebotaran impulsando también la recuperación de los títulos locales.

EMB vs. Globales vs Tasa Treasury 10yr (Base 100 = 31.12.21)

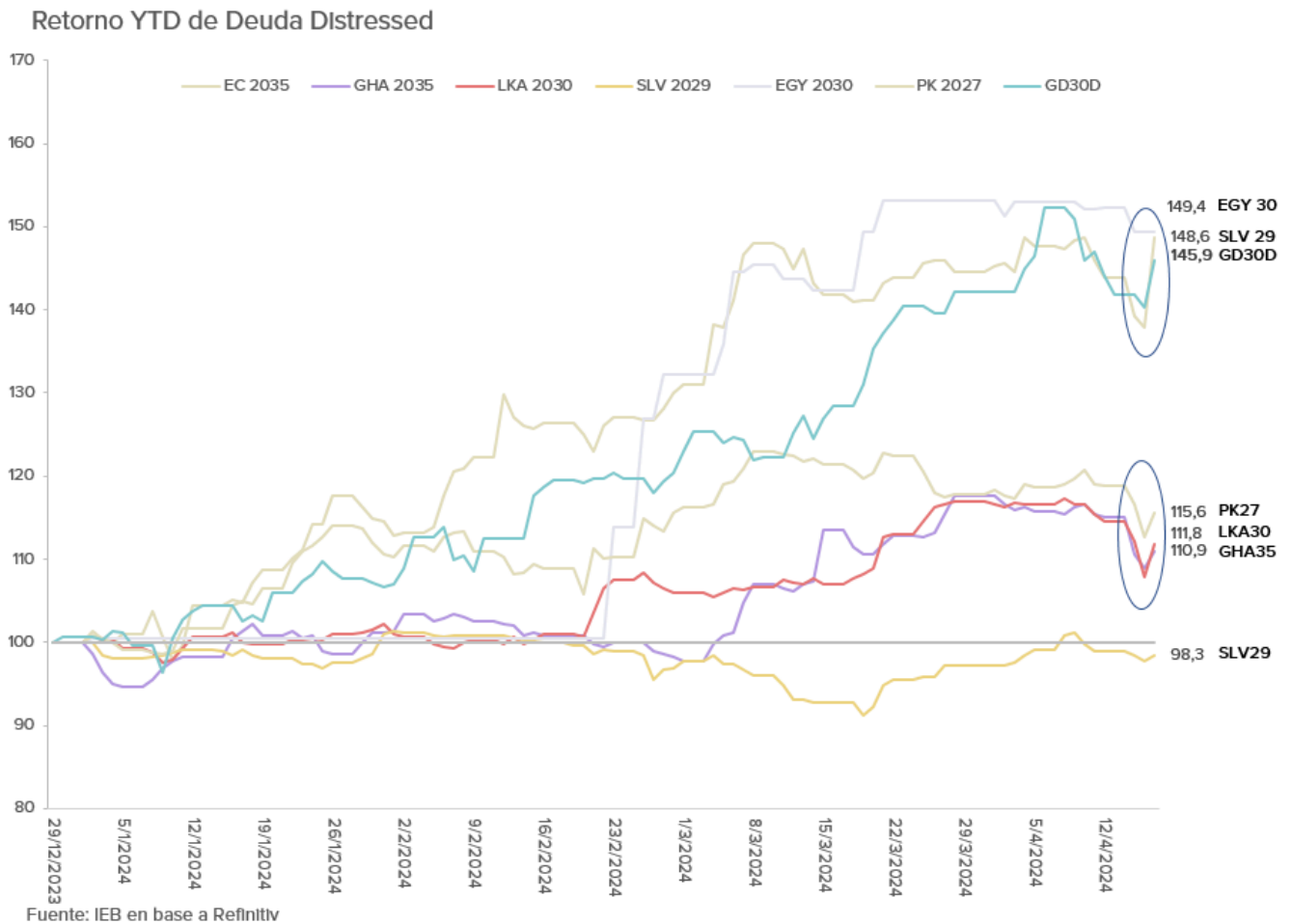


Fuente: IEB en base LSEG.

El martes los créditos emergentes rebotaron 0,8% en medio de un clima internacional más constructivo, incluso algunos casos de deuda distressed lo hicieron en mayor medida como Pakistán, Ghana y Sri Lanka cuyos bonos subieron 2,69%, 1,80% y 3,56%, respectivamente. En este contexto la deuda local rebotó con mayor fuerza influenciada por factores idiosincráticos. En primer lugar se conoció que ingresó al Congreso la “Ley de medidas fiscales paliativas y relevantes” lo que anteriormente era el paquete fiscal contenido en la Ley Ómnibus. Esta incluye un blanqueo de capitales, una moratoria fiscal y la reforma del impuesto a las ganancias. En esta ocasión el proyecto parecería contar con el apoyo de Gobernadores y la oposición dialoguista.

Luego, se conocieron las declaraciones de Caputo en el marco de un seminario en Washington, en el cual ratificó el fuerte compromiso del gobierno con el resultado fiscal. Con respecto a la inflación dijo que probablemente la inflación se ubique en un dígito. Estos factores impulsaron los bonos soberanos que rebotaron 7% entre el miércoles y el jueves amplificando la suba de los bonos emergentes como suelen hacerlo.

Entre los drivers locales positivos también se puede mencionar la normalización de la oferta en el MULC por parte de los exportadores que permiten que el BCRA vuelva a comprar divisas a razón de USD 200 MM diarios, luego de una semana en que las lluvias frenaron la cosecha y la cantidad descargas de camiones en los puertos.



Con esta suba los bonos vuelven a ubicarse en máximos desde principios de 2020. De todas formas seguimos teniendo una mirada constructiva en el corto plazo dado que el gobierno sigue contando con el apoyo de la gente y continúa mostrando una fuerte voluntad de pago destinando el financiamiento neto obtenido de la última licitación del Tesoro a comprar dólares que se usarán para el pago de cupones y amortizaciones de los globales y bonares. El Tesoro ya tiene cubierto en su totalidad el pago de julio 2024 y el 45% del pago de enero 2025.

En un escenario en el que todo sale bien, el upside potencial de los bonos soberanos sigue siendo muy atractivo. Si vamos a TIRs en niveles de 15% los retornos a un año superan el 20% casi todos los bonos. Adicionalmente, si la curva de soberanos comprime a niveles de 11% en todos los vencimientos, similar a lo que sucedió con El Salvador, que pasó de tener una curva invertida a una curva plana en esos niveles, toma sentido estirar la duration de nuestra cartera incorporando bonos 2035 y 2038 que ofrecen rendimientos mayores en este escenario.

Escenarios de compresion de TIRs a un año (cobrando cupones y amortizaciones de jul-25 y ene-25)							
Bono	Cupón + Amortización (Jul-24 y ene-25)	TIR 15%		TIR 13%		TIR 11%	
		Precio al 18-4-25	Upside	Precio al 18-4-25	Upside	Precio al 18-4-25	Upside
AL29	\$ 11,00	68,6	31,1%	71,3	35,6%	73,9	39,9%
GD29	\$ 11,00	68,6	27,6%	71,3	31,9%	73,9	36,1%
AL30	\$ 12,74	63,6	31,5%	66,4	36,3%	69,4	41,5%
GD30	\$ 12,74	63,6	26,8%	66,4	31,5%	69,4	36,4%
AL35	\$ 3,88	55,8	24,0%	61,9	36,7%	69,5	52,5%
GD35	\$ 3,88	55,8	23,8%	61,9	36,5%	69,5	52,2%
AE38	\$ 4,63	61,3	26,6%	66,9	37,3%	73,8	50,6%
GD38	\$ 4,63	61,3	23,5%	66,9	34,0%	73,8	46,9%
AL41	\$ 3,50	51	23,4%	57	37,0%	64	52,9%
GD41	\$ 3,50	51	14,7%	57	27,4%	64	42,1%
GD46	\$ 5,59	52,3	14,0%	57,8	24,8%	64,5	38,0%

Consideramos que los bonos soberanos pueden seguir avanzando si como venimos diciendo, el gobierno continúa mostrando resultados tanto fiscales como monetarios/cambiaros a la vez que mantiene el apoyo de la gente. Adicionalmente, pensamos que tiene sentido diversificar la cartera de soberanos estirando duration de forma que permita capturar un upside adicional.

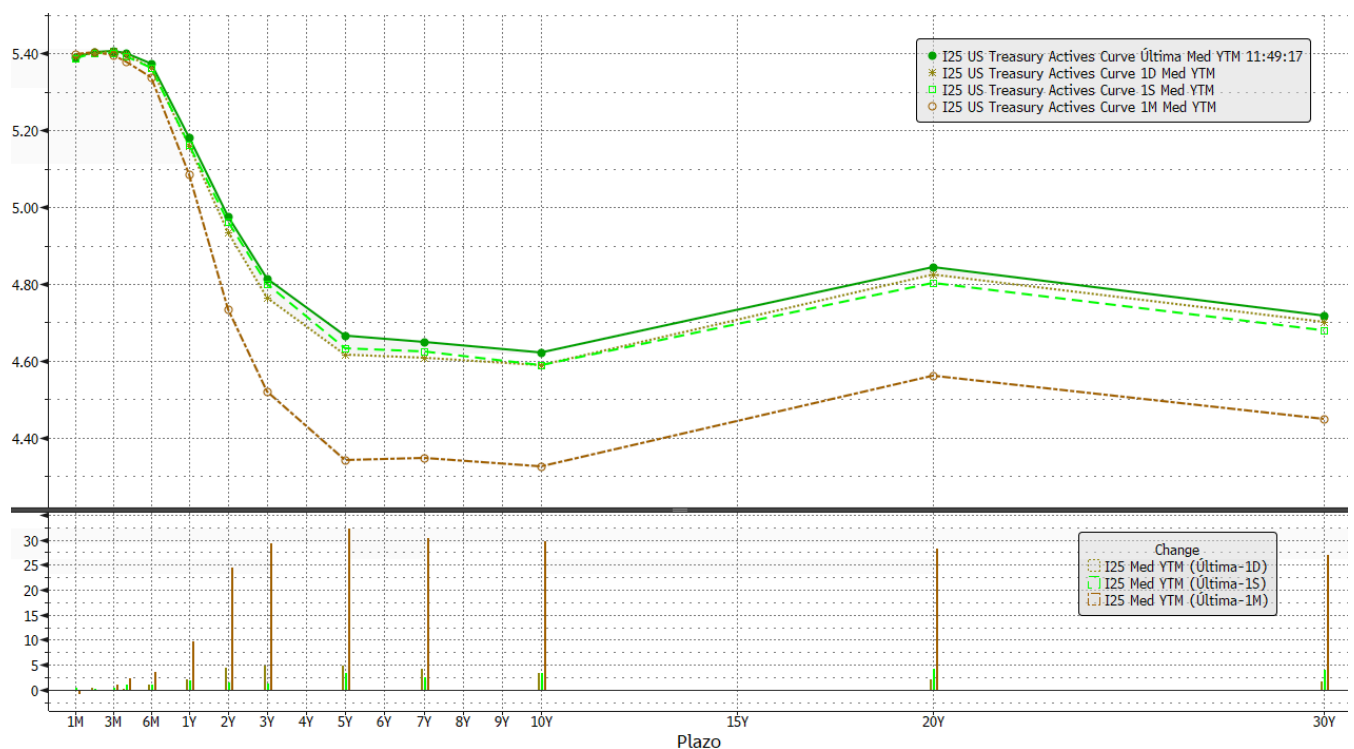
EQUITY ARGENTINO

En el semanal anterior, con un S&P Merval que había sobrepasado los 1.200 puntos (en US\$ CCL y ajustado por inflación de EE.UU.) nos preguntamos si estábamos frente a un mercado sobrevaluado y si había fundamentos para que continúe el rally?.

Durante la semana, el mercado de acciones argentino corrigió notablemente. La corrección se explica por factores internacionales que generan viento de frente a toda la renta variable en general y factores locales. Dada la alta valuación que presenta el índice, este es muy sensible a noticias que provengan de cualquiera de ambos flancos.

Datos macro que se han conocido en EE.UU. y que muestran una economía robusta y una inflación que parece haberse estabilizado en un nivel superior al objetivo de la Reserva Federal (FED) ha llevado a un mercado que cree que la tasa de referencia de la autoridad monetaria se mantendrá sin cambios por más tiempo (el llamado "higher for longer"). De esta manera la tasa a diez años se mantiene en niveles de 4,60% e impacta negativamente no solo en el mercado de renta variable de EE.UU. sino también en los demás mercados.

Como puede apreciarse en el gráfico inferior, el desplazamiento hacia al alza en el tramo largo de la curva ha sido notable en el último mes e, incluso, continuó durante la semana.

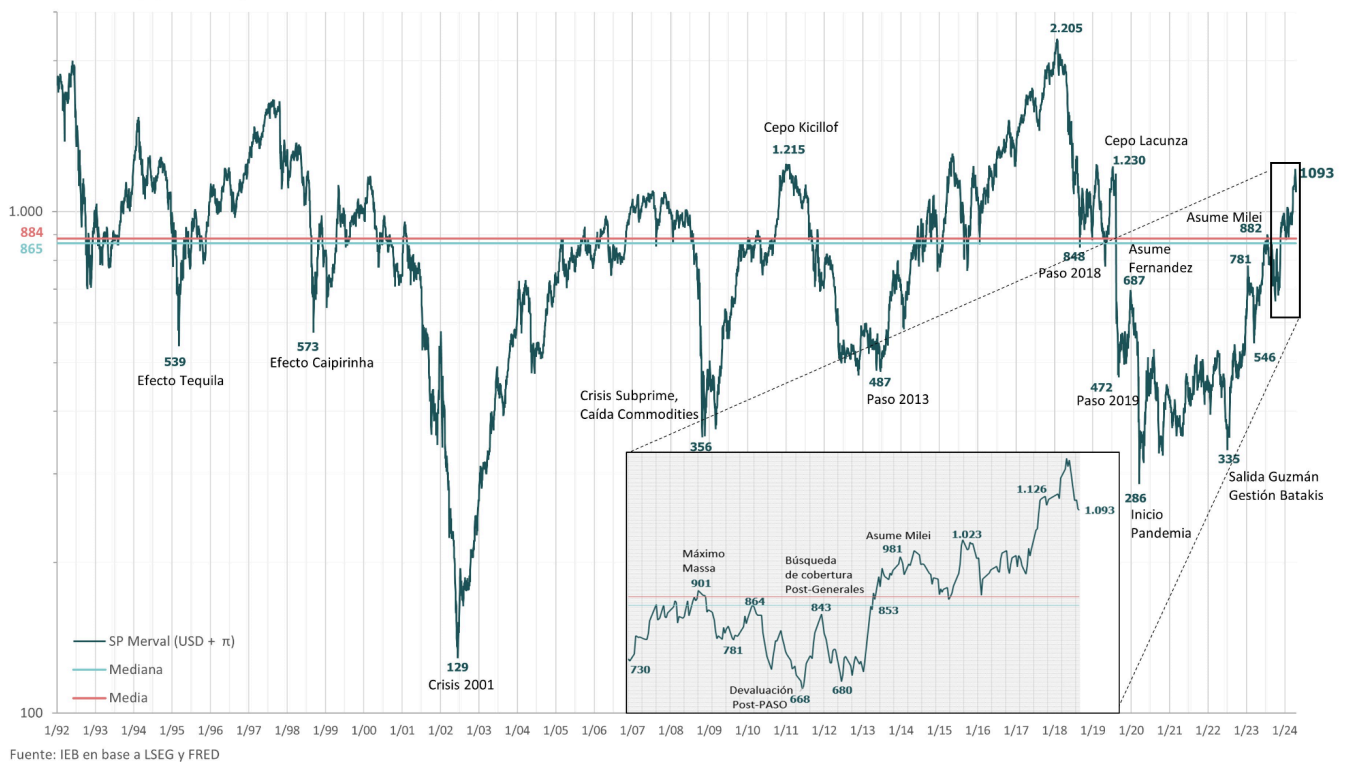


Por otra parte, también el índice que mide la fortaleza del dólar (el DXY) ha tenido un brusco movimiento ascendente lo que complica aún más a los mercados emergentes. El combo tasas más altas y un índice dólar más alto se traduce en un contexto negativo para el equity de países emergentes y, Argentina, no escapa a la lógica. En el gráfico inferior se observa la escalada que ha tenido dicho índice en las últimas semanas.



Cubierta el factor internacional que ha afectado negativamente al mercado de renta variable local, pasamos al análisis del mismo. Medido en US\$ CCL y ajustado por inflación de EE.UU., el S&P Merval cerró en niveles de **1.093**. De esta manera se contrajo un 9,97% frente al cierre del jueves pasado.

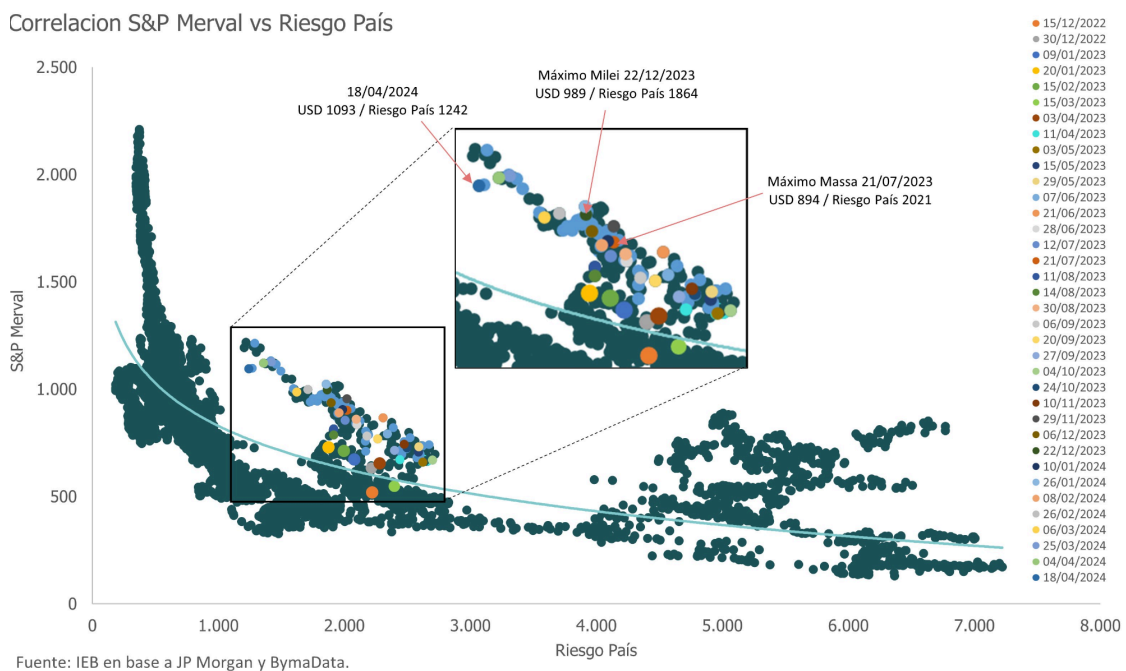
S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

Como sostuvimos en el semanal anterior, la lógica que sostiene la valuación del S&P Merval es el grado de éxito que le asignan los inversores al programa (en sentido amplio) encarado por la actual administración. **El consenso que se lee detrás de los valores es de un alto grado de éxito; un mercado que de alguna manera factoriza en las cotizaciones actuales un esperado crecimiento en ganancias, generación de caja, incremento en las ventas y mejora en los márgenes.**

En este sentido resulta muy interesante analizar el comportamiento del índice contra el riesgo país. Hay una correlación histórica significativa entre el valor del S&P Merval y el nivel de riesgo país. Como se observa en el gráfico inferior.

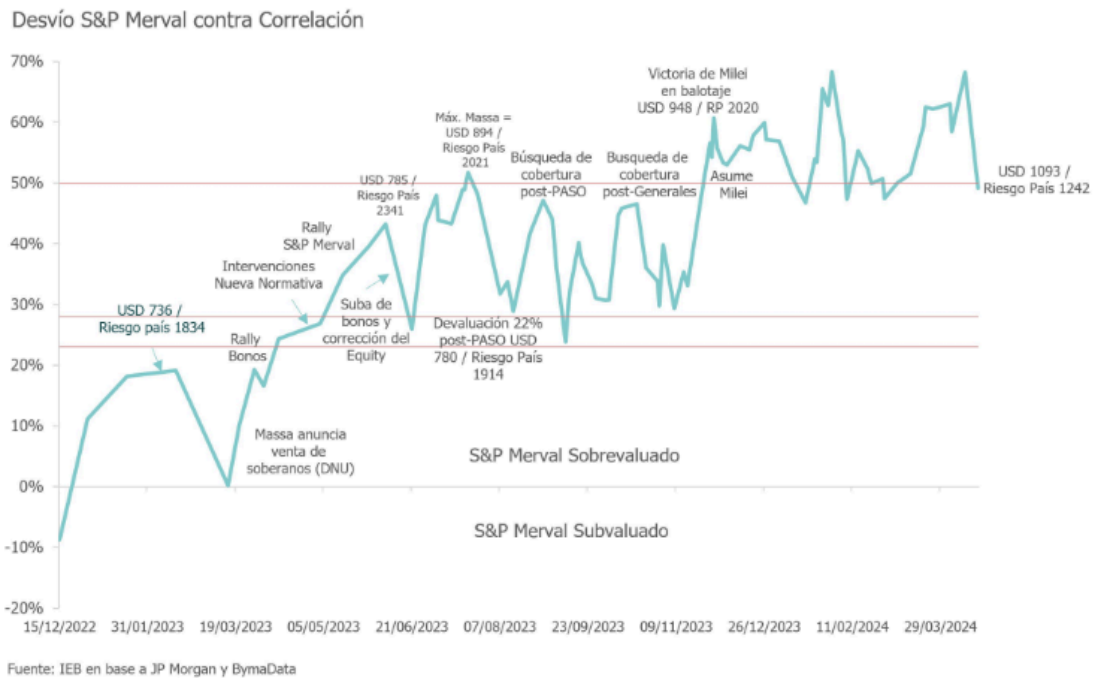


Aún más interesante resulta ver el grado de desvío que presentan los valores del S&P Merval frente a los niveles de riesgo país asociados (esto es, los que se determinan por la curva de correlación). Durante 2022 el S&P Merval operaba en una zona de “subvaluación”; es decir, los valores del S&P Merval se encontraban por debajo de los que la curva teórica indicaba.

A partir de marzo de 2023 el comportamiento comenzó a cambiar. Los inversores claramente comenzaron a preferir riesgo privado (y de renta variable) por sobre deuda soberana, convalidando sobrevaluaciones que se movían en un amplio rango de +20% a +40%.

La victoria de Javier Milei llevó al índice a niveles que implican valores superiores al +50% de sobrevaluación y los inversores comenzaron a convalidar un nuevo rango de +50% a +70%. En nuestra visión, semejante sobrevaluación siempre fue (y consideramos que lo es) exagerada.

Si los inversores asignan un éxito al programa económico, no parece que le asignen el mismo al repago de la deuda soberana; a pesar de que la misma ha tenido un desempeño notable. **En esta última semana, la corrección del S&P Merval y una deuda soberana que se mantuvo bastante firme ha llevado nuevamente dichos niveles a valores cercanos al +50% (+49% para ser exactos).**



Oil & Gas

Como mencionamos en el semanal anterior, consideramos prudente posicionarse en el sector Oil & Gas. Un sector que tiene fundamentos de crecimiento y expansión muy interesantes, con drivers genuinos y un potencial enorme. En esta edición del semanal vamos a hacer foco en las empresas de dicho sector:

✓ **Pampa Energía (PAMP):** Una empresa con un gran potencial de crecimiento en sus dos segmentos principales. Por un lado, Oil & Gas. Su presencia fuerte en Vaca Muerta le proporciona un potencial enorme de crecimiento en shale oil. El segmento de generación de energía, creemos que es lo que últimamente viene produciendo cierto ruido en las acciones de la empresa. El inconveniente que se ha suscitado por el virtual cese de pagos de Cammesa afecta significativamente este segmento de la empresa.

Recientemente han comenzado a notarse intenciones por parte del Estado Nacional de comenzar a normalizar dicha situación. La normalización implica, por un lado readecuar tarifas eléctricas. En el último incremento operado en febrero solamente se ajustaron los precios al segmento N1 (llevándolo a \$40.000 x MWh) dejando congelados los segmentos N2 y N3 en valores extremadamente bajos. Para la próxima programación estacional se espera que se incrementen nuevamente los valores. La cuestión clave será si esta vez no sólo se ajusta el precio al segmento N1 (proyectado en \$80.000 x MWh) sino también ajustes a los segmentos N2 y N3.

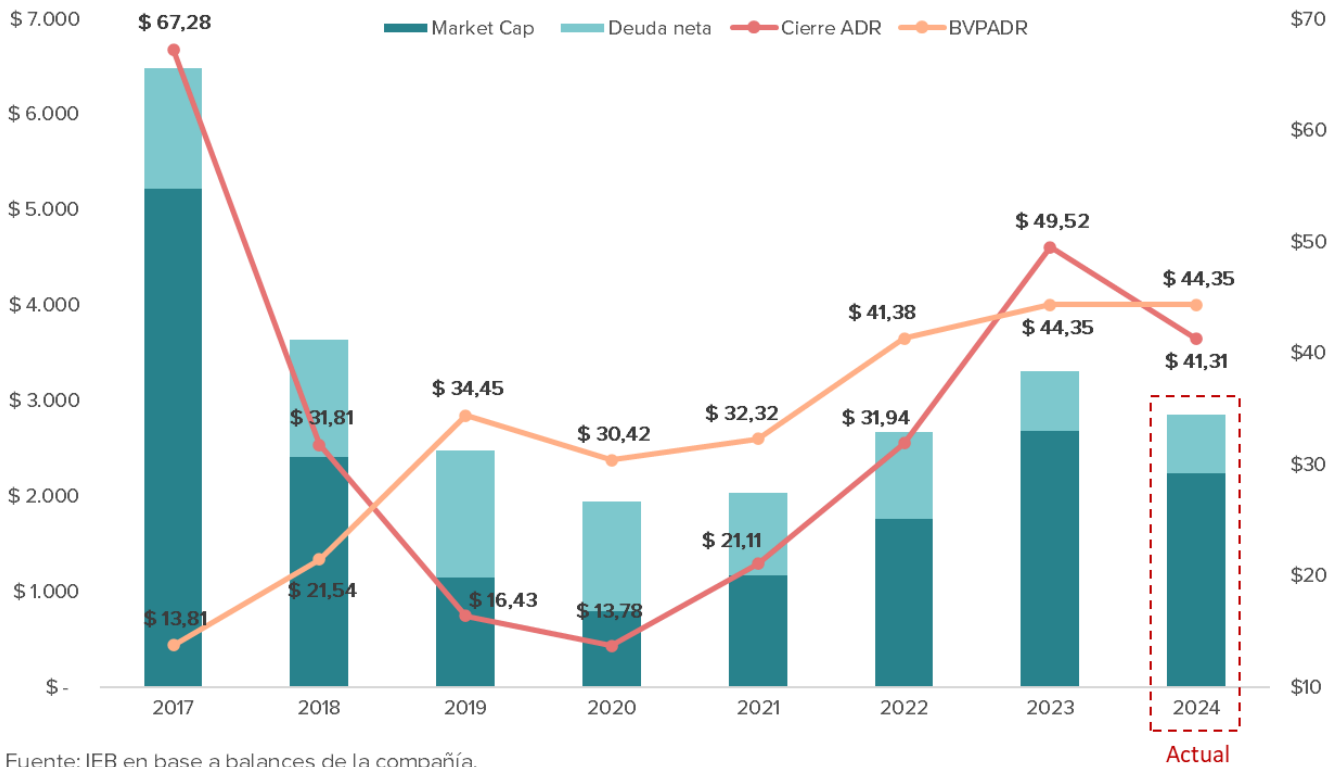
Esto será clave para la porción que deba abonar Cammesa en concepto de subsidios. Tras el último ajuste, lo recaudado por las distribuidoras alcanza para cubrir un 65% de lo que debe abonarse al transporte y la generación. Sin un incremento en otros segmentos, dicha proporción se incrementará. Y es justamente este el punto que afecta a las generadoras: gran parte de la capacidad instalada queda bajo contratos con Cammesa y el virtual congelamiento de los pagos tiene consecuencias financieras y económicas para las empresas.

De esta forma, el punto a atacar comprende por un lado normalizar las tarifas de generación para que la deuda con Cammesa no siga incrementándose. Pero, por otro lado, se encuentra el stock de deuda que se ha generado

por la falta de giros durante los meses de enero a marzo. Dicho importe asciende aproximadamente a unos US\$2.200 MM de los cuales unos US\$1.500 corresponden a generación y transporte.

Creemos que esta situación debería resolverse en un período razonable puesto que es un escenario poco probable que el gobierno nacional lleve a las empresas de generación a una situación de estrés mayor y, eventualmente, ponga en riesgo el SADI.

Pampa Energía S.A - EV



En cuanto a su situación financiera, es notable como el management de Pampa Energía ha logrado reducir sensiblemente la deuda en los últimos años para llegar a un ratio de apalancamiento de 1.0x. Durante ese mismo período la compañía -a través de sus programas de recompra de acciones- ha reducido significativamente la cantidad de acciones (aproximadamente en un 25%) lo que ha impactado muy positivamente en el valor libros por acción (BVPS).

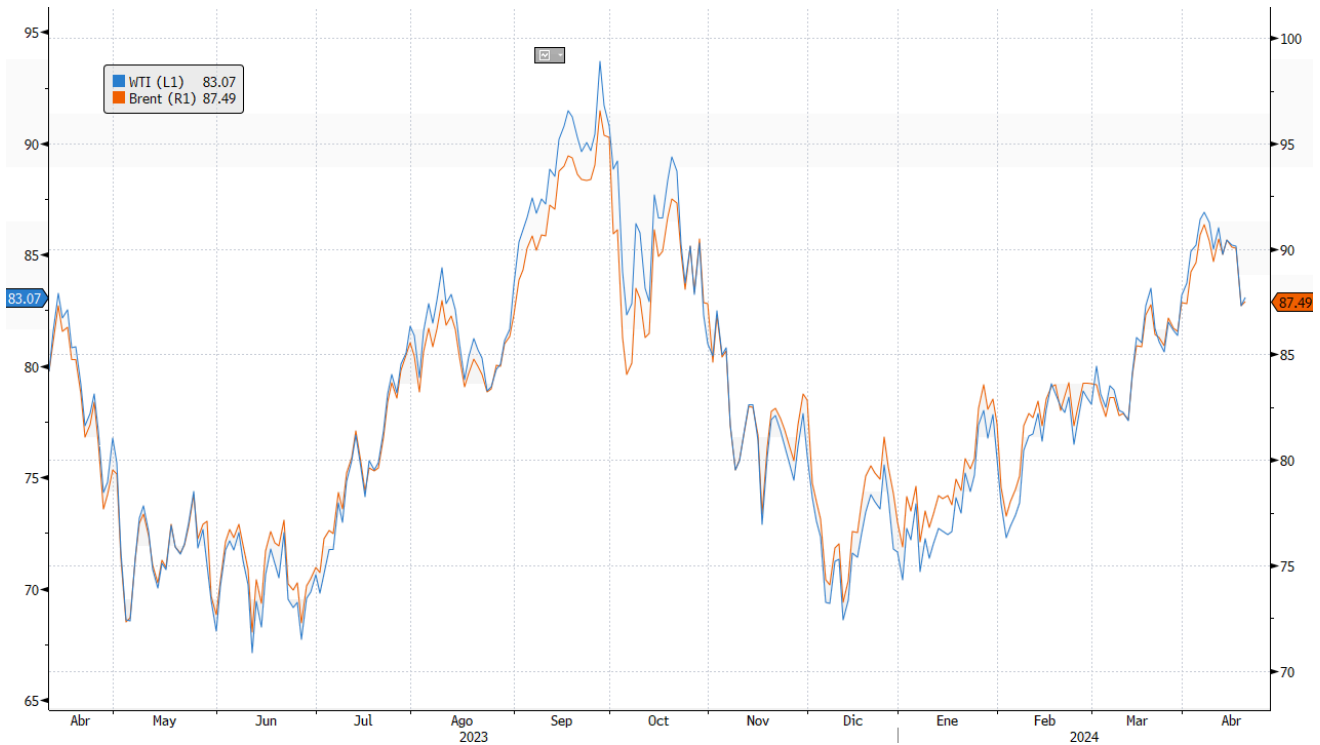
Hoy la acción de Pampa Energía cotiza por debajo de su valor libros, lo que consideramos que es una oportunidad muy interesante (son realmente pocas las empresas que cotizan a descuento hoy por hoy).

✅ **YPF (YFPD):** El plan estratégico presentado por la empresa realmente entusiasma y apunta en la dirección correcta. Incrementar la producción diaria un 65% en dos años, desinvertir en 55 áreas convencionales para focalizar en áreas no-convencionales (shale oil & gas) para bajar fuertemente los costos de extracción (lifting costs).

Con precios locales más desregulados, niveles de precios internacionales elevados y un management que se enfoca en dos aspectos cruciales: incrementar producción e incrementar rentabilidad, somos muy constructivos con las acciones.

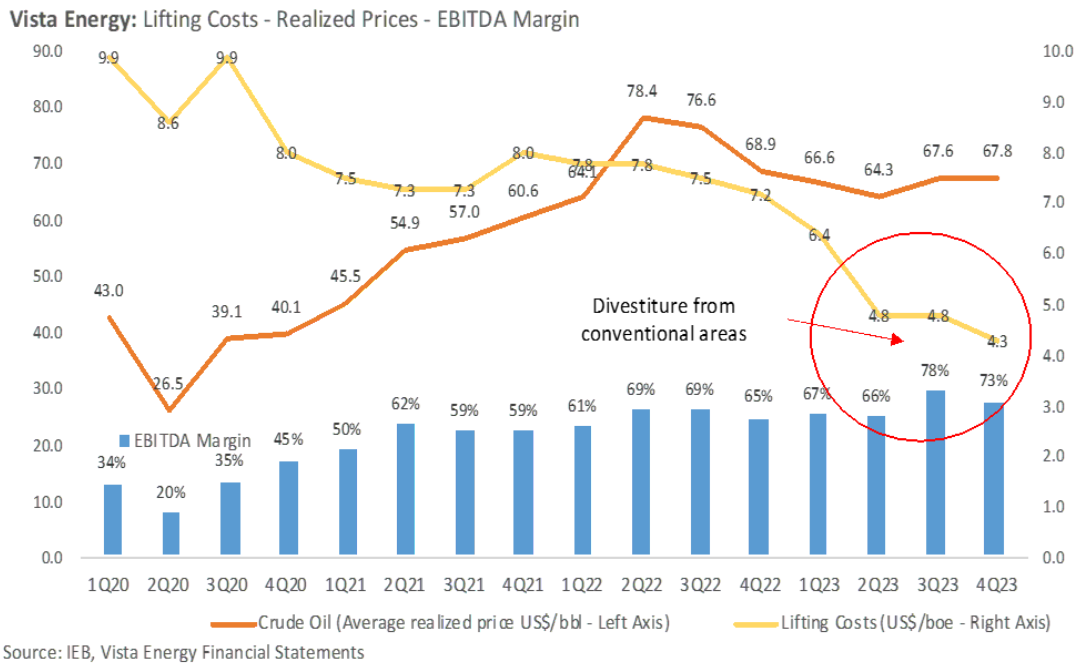
Desde luego que siempre queda latente el “riesgo político” en YPF; no obstante, es esperable que la actual administración (teniendo en cuenta su idea original de privatizar la compañía) mantenga una postura de no interferir en la administración de la misma.

En la última semana los precios internacionales del crudo (Brent y WTI) han descendido luego de tocar niveles de más de US\$90 por barril, pero aún son altos y rentables en términos históricos como se aprecia en la gráfica inferior.



✅ **Vista Energy (VIST):** Una acción que venimos recomendando desde hace varios años ya. Luego de la corrección que ha tenido en las últimas ruedas y a unos días de la presentación de resultados del primer trimestre vale la pena hacer un breve repaso de los drivers que impactarán en los EE.FF.

Por un lado un incremento en la producción diaria en el rango 4% a 6%, por otro precios realizados significativamente más altos que el 4T dados los mayores precios internacionales y la liberación de precios internos. Los costos de extracción suponemos que se mantendrán en línea con lo que ha reportado en los últimos trimestres: un rango de US\$4,80 a US\$4,30 por boe.



CARTERA DE CEDEARS

La semana previa comenzó la temporada de balances correspondiente al 1T24 para el equity estadounidense. **Hasta el momento, han reportado alrededor de un 12% de las compañías que cotizan en el S&P 500, con un 73% de las mismas superando las expectativas individuales para el consenso de analistas de Wall Street.** No obstante, el principal índice de acciones - el S&P 500 - continúa en una corrección desde el máximo alcanzado en los ≈ 5.260 puntos a finales del mes de marzo, acumulando a hoy una pérdida de 5,07%.

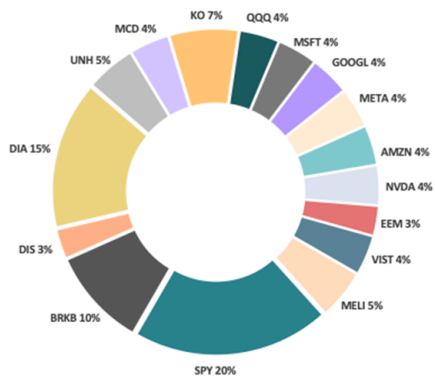
Los bonos del Tesoro de los Estados Unidos se comportaron de forma inversa durante las últimas ruedas, con la tasa de interés de los bonos a diez años escalando hasta el 4,63%, mientras que para el bono con vencimiento a dos años alcanzó los 499 bps.

Dado que el SPY (nuestro benchmark) tiene por objetivo replicar el comportamiento del índice S&P 500, el mismo tuvo un movimiento similar desde comienzos de mes, mostrando una caída de 6,36%, mientras que nuestra cartera de CEDEARs lo hizo en un 5,49%, lo que nos deja con un rendimiento de 0,93% por encima de nuestro benchmark. Así mismo, el DIA (Dow Jones Industrial Average) retrocedió 7,11% en abril, quedando 1,74% por debajo de la cartera, mientras que el QQQ (NASDAQ 100) retrocedió un 6,63%.

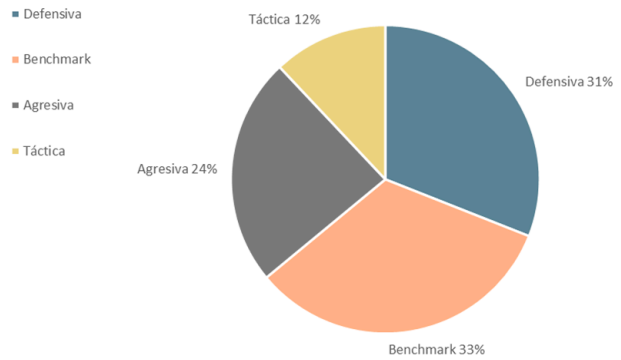
	2024												Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		
Cartera	35,69%	-7,71%	5,93%	-5,49%	-	-	-	-	-	-	-	-	57,13%	12,13%
SPY	31,06%	-10,26%	4,21%	-6,36%	-	-	-	-	-	-	-	-	33,23%	11,83%
DIA	29,96%	-12,67%	3,69%	-7,11%	-	-	-	-	-	-	-	-	20,97%	10,23%
QQQ	30,96%	-10,30%	2,95%	-6,63%	-	-	-	-	-	-	-	-	29,09%	16,54%
CCL	29,98%	-16,47%	2,63%	-6,86%	-	-	-	-	-	-	-	-	8,52%	-
Cartera en USD	4,39%	10,49%	3,22%	1,46%	-	-	-	-	-	-	-	-	46,84%	-

Por último, la moneda local se continúa apreciando frente al dólar CCL, que lleva una caída de **6,86%** en el mes de abril, lo que nos deja un rendimiento en dólares de **1,46%** para la cartera de CEDEARs durante este periodo.

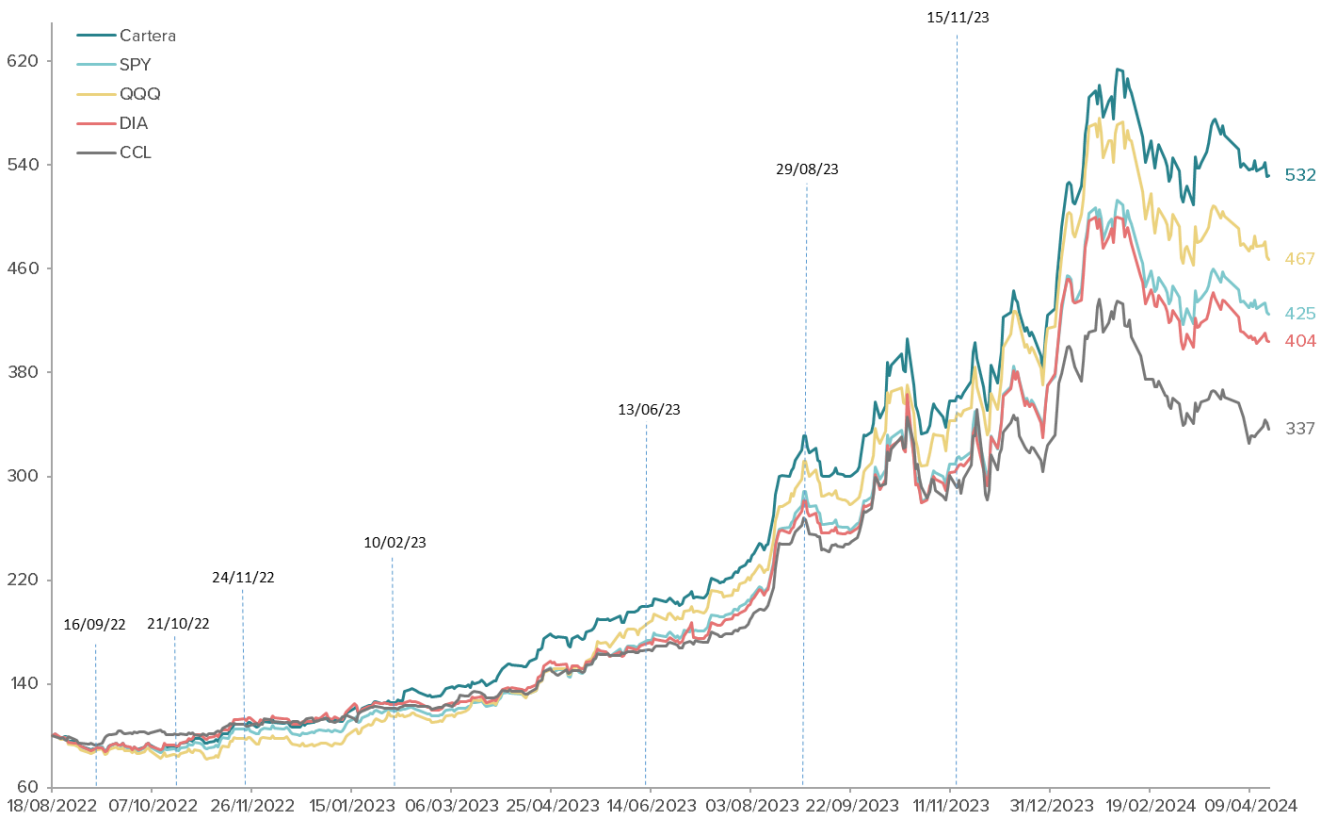
Cartera CEDEARs



Cartera por Estrategia



Performance de la cartera CEDEARs vs Benchmark (SPY, QQQ, DIA y CCL)



Fuente: IEB en base a BymaData y LSEG.

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIÉCHOWSKI

Head of Equity Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

PALOMA MINOR

Analista Jr.

pminor@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.