

Ramiro Aranguren
ramiroaranguren@gmail.com
(+54 9) 11-5807-7003

Informe semanal Estrategia & Mercado



ESTRATEGIA EN PESOS

- El martes conocimos el dato de inflación de enero, que sorprendió al alza al ascender a 2,9%, 0,1% más que en diciembre. Los mayores aumentos se registraron en alimentos y bebidas no alcohólicas (+4,7%), hoteles y restaurantes (+4,1% - segmento que suele mostrar una mayor suba en meses de vacaciones) y comunicaciones (+3,6%).
 - Cuestiones particulares de distintos rubros están afectando el dato de IPC cada mes. En febrero habrá un impacto del ajuste de las tarifas de luz y gas, en marzo de educación, y en ambos meses de la carne, cuyos aumentos parecen tener un efecto duradero y más allá del segmento alimentos.
- Por otro lado, el miércoles hubo licitación del Tesoro de bonos / letras en pesos: enfrentaba vencimientos con privados por aprox. ARS 7,3 billones (USD 5.500 millones) y el mercado estaba a la expectativa de cuál sería el rollover (es decir, qué monto podría "pagar" con nuevos bonos, y no efectivo). Recibieron ofertas por \$11,5 billones y tomaron solo \$9, un 123% de renovación.
 - Que los privados le hayan ofrecido tantos pesos al Tesoro quiere decir 2 cosas: i) que le sobran pesos, es decir, que continúa demandando poco dinero, en línea con una economía estancada; y ii) que el Tesoro está dispuesto a absorberlos (a cambio de bonos) para controlar la inflación (al alza) pero también las tasas de interés (a la baja), que se deberían mantener relativamente altas.
 - Tasas altas, al menos en la teoría, controlan la inflación, aunque desde octubre, que comenzaron a subir con mucha volatilidad, la inflación cortó la tendencia bajista y cada mes fue más alta. Cuál es el huevo y cuál la gallina no es obvio, pero vale la pena recordar que el propio equipo económico dijo que durante 2024 mantuvieron tasas reales negativas para atacar la inflación, en contra de lo que indican los libros. Hoy que hace lo contrario está fracasando.
- En fin, la semana fue buena para los bonos en pesos, con subas tanto en tasa fija, como CER y TAMAR. Probablemente el motivo principal sea la baja del tipo de cambio, que invita a los inversores a pasarse a pesos y hacer tasa.
- Por todo esto, **para administración de liquidez, de corto plazo seguimos prefiriendo la letra S27F6 con TEM (tasa efectiva mensual) de 2,3%, sintéticos en caso de encontrar buenos precios y el fondo de crédito privado Performance 14.**
- **Para plazos más largos, cerramos la recomendación de la letra tasa fija S17A6 (vto. 17/4), al igual que la de bonos largos al 2027. Preferimos en cambio comenzar a sumar lentamente bonos dollar linked:** de nuevo tenemos un buen punto de entrada, y el BCRA debería darle un piso con las compras de divisas que continúa llevando adelante y evitar que se continúe apreciando el peso (que complica a actividades como la construcción).

ESTRATEGIA EN DÓLARES

- La semana pasada el BCRA continuó acumulando reservas: compró USD 615 millones y suma USD 2.090 millones en el año. Esta racha de compras continúa dándole un piso fuerte a los bonos soberanos incluso en un contexto internacional complejo y volátil como el que vimos la semana pasada.
- Como venimos comentando, la economía no termina de salir de su estancamiento (al menos por ahora y con grandes diferencias según el sector). La inflación que se muestra persistente, el peso que se está apreciando aún con el BCRA comprando divisas, y las tasas de interés altas, no ayudan, y la sensación es que al equipo económico no parece preocuparle demasiado. Define otras prioridades y puede hacerlo por 2 motivos: primero, porque en 2026 no hay elecciones; segundo, porque la confianza en el gobierno continúa alta: en enero dio 48%, que es un buen predictor de los votos que sacaría el gobierno en unas elecciones hipotéticas.
- La contracara de esta situación es la normalización gradual de las distintas variables macro, como la inflación (que está presentando desafíos), la recomposición de reservas (que se están acelerando), el pago de deuda (a importadores y organismos internacionales), los superávits gemelos, etc.
- **Por este proceso de normalización** (más importante que el precio económico a pagar), **consideramos que en el 2026 los bonos soberanos podrían seguir su sendero alcista** (es decir, el riesgo país bajando). **Nos gustan el AL30 por su flujo y una potencial propuesta de canje positiva para los bonistas, y el GD41, por ser el que mayor potencial de suba tiene.**
- Por su buena situación financiera y la reducción del riesgo país que también las ayudaría, las provincias nos gustan. Son una alternativa menos volátil y más conservadora que los soberanos. Los **bonos de Córdoba y Santa Fe, con rendimientos del ~8%** y altas tasas de interés anual, ofrecen una prima por sobre los corporativos atractiva.
- Para el corto plazo, seguimos fuera de los BOPREALES dada su TIR menor a 6,00%. Para inversiones en renta fija que busquen opciones con vencimiento hasta 2027 (dentro de este gobierno) **preferimos corporativos calificados AA, con fundamentos sólidos, como Plaza Logística, Scania o John Deere, con TIR de +7%.**
- Los bonos corporativos AAA operan prácticamente en línea con los comparables de América Latina, y es difícil encontrar oportunidades interesantes. Por la gran apertura del mercado post elecciones, que permite a las empresas financiarse y rollear su deuda, **preferimos aumentar ligeramente el riesgo y optar por bonos calificados AA con buenos fundamentos.**
- Por el lado de las acciones, la semana pasada fue relativamente mala, en sintonía con el malhumor internacional. A nivel sectorial los bancos fueron particularmente castigados. Dicho esto, viendo:
 - a. Tasas elevadas que no le permitirían crecer la cartera de préstamos a los bancos.
 - b. Un petróleo presionado a la baja y costos cada vez mayores por la apreciación del peso; y
 - c. Considerando que el 70% del índice Merval está compuesto por bancos y energéticas.
- Preferimos mantenernos por fuera del índice, y centrarnos en empresas con ingresos en pesos: **Central Puerto dentro del segmento de generación de energía, IRSA del de consumo, y Telecom en comunicaciones son las preferidas. Además, sumamos Metrogas, del sector de regulados (gas) por su atractiva valuación y la revisión tarifaria que elevó sus márgenes.**

TEMA DE LA SEMANA - LIBERALIZACIÓN DEL MERCADO ELÉCTRICO

- El mercado de generación eléctrico estuvo regulado desde la crisis del 2001, año en el que se declaró la emergencia energética. Las regulaciones apuntaron a un mayor control de precios, que redujeron las inversiones en el sector y llevaron al sistema cerca de sus límites.
- A partir de noviembre del año pasado estas regulaciones de precios comenzaron a liberalizarse. ¿Cómo cambió el esquema?
 - Con los precios regulados, CAMMESA le paga a cada generador su costo variable + un margen:
 - Primero tenemos las energías renovables, con costo variable cero (el viento o el sol son gratis).
 - Luego las plantas hidro, con costos de USD 15 promedio.
 - Luego están las plantas de gas ciclo cerrado, más eficientes, y después las de ciclo abierto, más baratas pero ineficientes.
 - Por últimos están las que funcionan con combustible: el costo es alto, pero son flexibles: se pueden prender y apagar fácilmente para cubrir picos de demanda.
 - Ahora, con la liberalización del mercado, se les pagará a todas un mismo precio: esto generará incentivos para invertir en energías eficientes, en tanto el monto a cobrar por MW no será un margen sobre el costo (que hacía que todas las tecnologías tengan el mismo margen de ganancia) sino uno fijo relativamente alto.
 - Este es el esquema que desde 2016 aplica para las energías renovables, que se mantuvieron fuera del esquema regulado.

Proyección de precios y matriz productiva

- El costo promedio de la energía fue bajando sustancialmente año tras año desde 2002, y se espera que se mantenga estable o bajando gradualmente: pasó de USD 175 a USD 55 en 2026, una reducción de 65% en solo 4 años.
- La explicación de dicha caída de precios desde 2002 es el crecimiento importante de la generación vía gas natural, materia prima que abunda en Vaca Muerta y que extraemos en grandes cantidades y muy bajos precios. Si antes de Vaca Muerta se importaba el gas, ahora no solo lo producimos localmente, si no que se transporta en los gasoductos recientemente construidos para que lleguen a las plantas generadoras.

Impacto en generadoras

- El impacto más importante de la liberalización se dará para las plantas térmicas eficientes (gas ciclo cerrado), que podrán firmar contratos con privados por hasta el 20% de su capacidad, para la parte que no tienen un contrato vigente con CAMMESA.
 - Si, como dijimos, antes CAMMESA le pagaba a cada generador su costo de producción + un margen;
 - Y ahora pagará un valor mayor e igual a todas, entonces la mayor ganancia la tendrán las plantas hidro y térmicas (gas ciclo cerrado), que son las más eficientes luego de las renovables (que ya disfrutaban de este esquema).
 - Con lo cual, hay que analizar qué empresas tienen este tipo de plantas sin contratos vigentes con CAMMESA, para ver cuáles se verán más beneficiadas:

- GENNEIA: su producción es casi en su totalidad renovable, con lo cual el impacto es bajo, ya que siempre estuvo desregulado este mercado.
 - i. Si tiene un impacto es más bien marginalmente negativo, ya que ahora tendrá competencia de otros generadores para firmar acuerdo con privados (que antes podían hacerlo solo con CAMMESA). Esto reduciría lo que puede cobrar el MW, y además reduciría la extensión de los contratos, ya que ahora el comprador puede especular con mayor oferta futura y menores precios.
- ALBANESI: el impacto es bajo hasta 2028 porque tiene todos contratos vigentes con CAMMESA, que no se pueden dar de baja. Además, tiene plantas de gas de ciclo abierto, ineficientes, con costos más elevados. A partir de 2028 – 2029, la libertad de firmar contratos con privados mejoraría su EBITDA y márgenes.
- MSU ENERGY: tiene todos contratos vigentes con CAMMESA hasta 2028, y hasta ese año no podrá capitalizar la liberalización de forma significativa.
- CENTRAL PUERTO: es el principal beneficiario y gran ganadora. Tienen pocos contratos con CAMMESA, y puede comenzar a firmar acuerdos con privados.
 - i. En principio se creía que lo iba a poder hacer a precios cercanos a los USD 35 el MW, pero al parecer están firmando a valores entre 45 y 50, con un impacto mejor al esperado para su EBITDA.
- YPF LUZ: también se vería beneficiada ya que tiene un 15 – 20% de capacidad disponible para firmar acuerdos con privados.

ANEXO 1 - RETORNOS RENTA VARIABLE

6/2 al 13/2

ARGENTINA

Ticker	Sector	Ret. sem.
Acciones Argentina		
BBAR	Bancos	-9.86%
CRESY	Consumo estable / Agricultura	-8.26%
GGAL	Bancos	-6.87%
BMA	Bancos	-6.79%
IRS	Bienes raíces	-5.76%
TEO	Comunicaciones	-4.91%
SUPV	Bancos	-4.45%
VIST	Petróleo y gas E&P	-3.27%
PAM	Utilities / Generador eléctrico	-2.08%
YPF	Petróleo y gas integrado	-2.02%
CEPU	Utilities / Generador eléctrico	-0.38%
TGS	Petróleo y gas transporte	0.03%
MELI	Consumo discrecional	0.92%
AGRO	Consumo estable / Comida	0.93%
EDN	Utilities	1.07%
LOMA	Materiales / Construcción	1.68%
LAR	Materiales / Minería	2.67%
BIOX	Materiales / Fertilizantes	3.79%

EE.UU.

Ticker	Descripción	Ret. sem.
Benchmarks		
SPY	S&P 500	-1.28%
QQQ	Nasdaq 100	-1.27%
DIA	Dow Jones	-1.15%
Sectores		
XLF	Financiero	-4.81%
XLY	Consumo discr.	-1.53%
XLK	Tecnología	-1.11%
XLC	Comunicaciones	-1.02%
XLV	Salud	-0.03%
XLI	Industrial	0.57%
XLP	Consumo básico	1.79%
XLE	Energía	2.07%
XLB	Materiales	3.49%
XLRE	Real Estate	3.60%
XLU	Utilities	7.27%
Tamaño		
IJR	Small Caps	-0.77%
MDY	Mid Caps	-0.71%
Factores		
IUSG	Growth	-1.78%
IUSV	Value	-0.80%
MTUM	Momentum	-0.79%
VYM	Dividendos	-0.06%

MUNDO

Ticker	Descripción	Ret. sem.
Mundo		
MCHI	China	-2.14%
EWQ	Francia	0.65%
EWU	Gran Bretaña	0.75%
EWG	Alemania	1.01%
EWZ	Brasil	1.33%
EWJ	Japón	4.98%
Commodities		
UNG	Gas natural	-6.25%
DBB	Metales ind.	-1.09%
DBO	Petróleo	-0.88%
SLV	Plata	-0.67%
DBA	Agro	0.08%
CORN	Maíz	0.86%
GLD	Oro	1.57%
SOYB	Soja	1.87%
Monedas		
UUP	Dólar	-0.70%
FXB	Libra	0.30%
FXE	Euro	0.44%
FXY	Yen	2.89%

ANEXO 2 - RETORNOS RENTA FIJA

6/2 al 13/2

PESOS

Ticker	Duration	TIR	Ret. sem.
Tasa Fija			
S27F6	0.03	31.08%	0.64%
S16M6	0.08	37.83%	0.79%
S17A6	0.16	38.72%	0.58%
S30A6	0.20	36.38%	0.76%
S29Y6	0.28	35.57%	1.34%
T30J6	0.37	33.70%	1.56%
S31L6	0.45	35.78%	1.79%
S31G6	0.54	34.58%	1.69%
T026	0.63	35.70%	1.06%
S30O6	0.70	34.51%	1.66%
S30N6	0.78	34.42%	1.28%
T15E7	0.91	35.44%	0.91%
T30A7	1.20	34.53%	0.92%
T31Y7	1.29	34.01%	0.68%
T30J7	1.37	32.95%	1.05%
TY30P	2.64	26.60%	2.81%
TAMAR			
M27F6	0.03	11.93%	1.23%
TTM26	0.08	89.52%	0.96%
M30A6	0.20	37.34%	1.11%
TTJ26	0.37	61.09%	1.04%
M31G6	0.54	40.84%	2.28%
TT526	0.58	59.14%	1.41%
TTD26	0.83	58.29%	2.16%
CER			
TZXM6	0.12	-4.78%	1.13%
X29Y6	0.28	-1.18%	1.81%
TZX26	0.37	1.41%	1.75%
X31L6	0.45	12.10%	1.94%
TX26	0.47	4.13%	1.41%
TZX06	0.70	5.73%	1.09%
X30N6	0.78	6.70%	1.01%
TZXD6	0.83	6.30%	1.25%
TZXM7	1.12	6.72%	1.31%
TZXA7	1.20	6.08%	2.06%
TZXY7	1.29	6.75%	0.52%
TZX27	1.37	7.54%	0.35%
TX28	1.42	4.79%	1.37%
TZXD7	1.83	7.78%	0.95%
TZX28	2.37	8.18%	1.06%

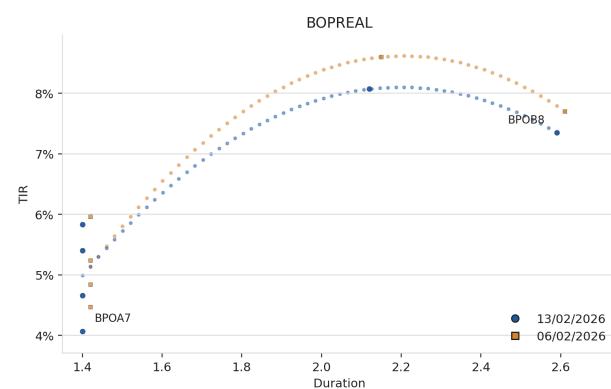
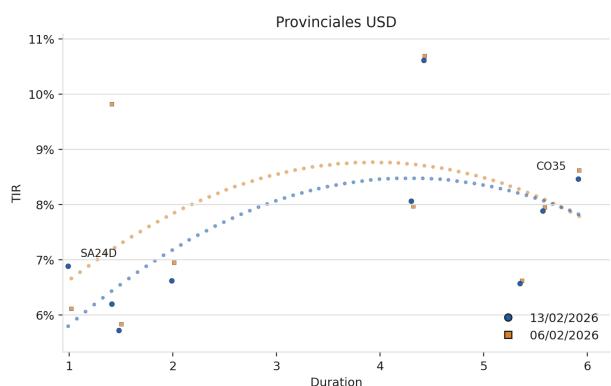
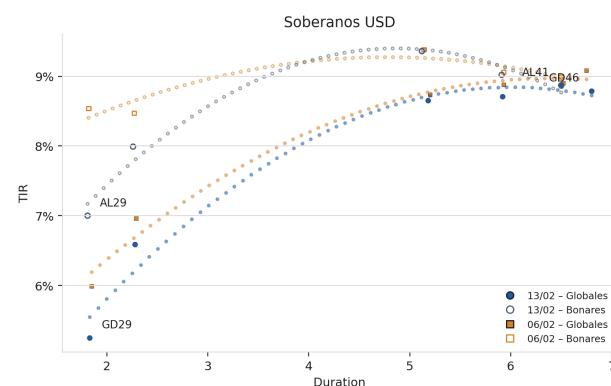
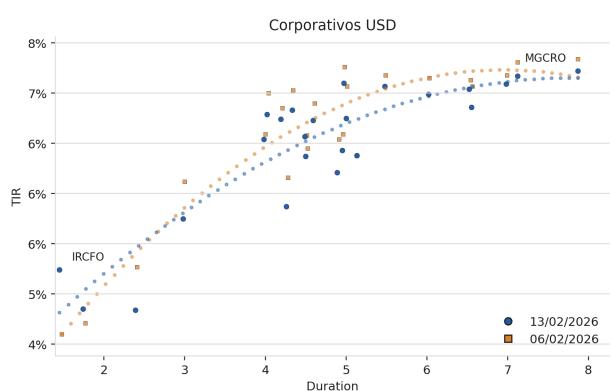
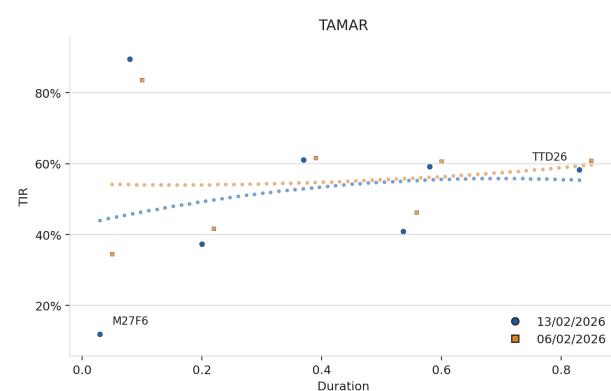
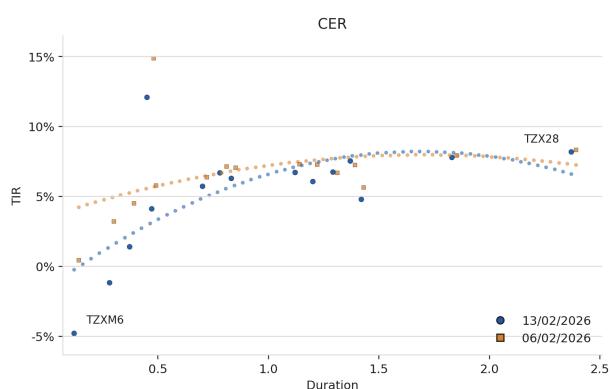
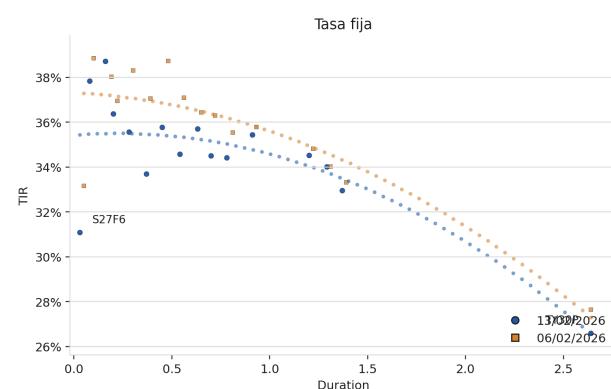
USD

Ticker	Duration	TIR	Ret. sem.
Corporativos			
PNDCO	0.69	-0.74%	-0.45%
IRCFO	1.45	5.24%	-0.86%
YMCIO	1.74	4.85%	-0.18%
BYCHO	2.39	4.84%	1.10%
BACGO	2.98	5.75%	1.12%
TTCDO	3.98	6.54%	0.38%
YMCXO	4.02	6.79%	0.90%
BACHO	4.19	6.74%	0.57%
PNXCO	4.26	5.87%	1.33%
PLC50	4.33	6.83%	1.03%
TSC30	4.49	6.57%	0.18%
MGCMO	4.50	6.37%	0.45%
YFCJO	4.59	6.73%	0.93%
TTCAO	4.89	6.21%	1.60%
YMCJO	4.95	6.43%	0.86%
PLC40	4.97	7.10%	0.92%
VSCVO	5.00	6.75%	1.74%
RC1CO	5.13	6.38%	0.00%
YM340	5.48	7.07%	0.75%
IRCPO	6.02	6.99%	1.10%
MGCOO	6.52	7.04%	0.66%
VSCTO	6.55	6.86%	1.42%
TSC40	6.98	7.09%	0.66%
PN430	7.12	7.17%	1.15%
MGCRO	7.87	7.22%	1.13%
Soberanos			
AL29	1.81	7.00%	2.77%
GD29	1.83	5.25%	1.41%
AL30	2.26	7.99%	1.14%
GD30	2.28	6.59%	0.79%
AN29	3.36	8.17%	1.69%
AE38	5.12	9.36%	0.25%
GD38	5.18	8.65%	0.60%
AL35	5.91	9.02%	0.38%
GD35	5.92	8.71%	1.13%
AL41	6.50	8.87%	0.94%
GD41	6.50	8.86%	0.40%
GD46	6.80	8.79%	2.15%
Provinciales			
SA24D	0.99	6.88%	-0.58%
ERF25	1.41	6.20%	4.98%
PM29	1.48	5.72%	0.18%
NDT25	1.99	6.62%	0.71%
CO32	4.30	8.06%	-0.18%
BA37D	4.42	10.61%	0.50%
BDC33	5.35	6.57%	0.37%
SFD34	5.57	7.88%	0.49%
CO35	5.91	8.46%	1.09%
BOPREAL			
BPY26	0.17	-34.22%	-1.50%
BPOA7	1.40	4.07%	1.18%
BPOB7	1.40	4.66%	-0.10%
BPOC7	1.40	5.40%	-0.10%
BPOD7	1.40	5.83%	0.30%
BPOA8	2.12	8.07%	1.33%
BPOB8	2.59	7.35%	1.00%

ANEXO 3 - CURVAS

6/2 al 13/2

- Curva de rendimientos al 6/2/26
- Curva de rendimientos al 13/2/26



Ramiro Aranguren

Estrategia & Mercado

DISCLAIMER

El contenido del presente informe está basado en información pública que consideramos confiable, pero no necesariamente exenta de errores y/u omisiones. No asumimos ningún tipo de responsabilidad por el uso de los datos provistos en el presente reporte, por parte de clientes o terceros.