

09 de junio de 2023

Daily Mercados

ppi

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

Resultado del canje de deuda en pesos: participación esperada

Ayer por la tarde el MECON publicó los resultados de la operación en pesos para canjear casi 89% de los pagos de los próximos cuatro meses. La secretaría de Finanzas anunció que alrededor de **78% de la deuda elegible aceptó swappear** sus tenencias en los siete títulos elegibles por alguna de las opciones ofrecidas. Sin embargo, ante una tenencia de entes públicos por poco más de 64,3% del total, el nivel de aceptación resulta bastante lógico. Recordemos que el BCRA requiere de esta clase de operaciones para poder refinanciar su posición en deuda del Tesoro ya que por Carta Orgánica no puede participar directamente de las licitaciones primarias. A modo de ilustración, como señalamos en nuestro análisis inicial, los instrumentos donde estimábamos la mayor tenencia de organismos del sector público fueron los que presentaron los niveles de aceptación más elevados: **TDL23, TDS23 y T2X3**. Fuera del sector público, no detectamos gran interés por parte del sector privado, en especial, el no regulado o incentivado a estar invertido en títulos del Tesoro. Así, en realidad, discriminando la tenencia pública y teniendo en cuenta la participación bancaria, **la aceptación "genuina" del sector privado probablemente haya sido baja.**

Detalle del resultado del canje de deuda en pesos

	X16J3	TDL23	X18L3	T2V3	S31L3	T2X3	TDS23
Total \$	497.033	3.305.788	615.013	528.031	99.248	2.271.673	2.214.119
Privado \$	486.188	490.889	570.649	498.693	53.212	612.492	662.179
Privado %	97,8%	14,8%	92,8%	94,4%	53,6%	27,0%	29,9%
Público \$	10.845	2.814.899	44.364	29.339	46.036	1.659.181	1.551.940
Público %	2,2%	85,2%	7,2%	5,6%	46,4%	73,0%	70,1%
Aceptado \$ OP1	104.116	482.113	124.976	261.580	37.918	1.700.077	257.555
Aceptado \$ OP2		2.646.551		214			1.778.723
Aceptado \$ OP3		1.608					35.490
Aceptado (%)	20,9%	94,7%	20,3%	49,6%	38,2%	74,8%	93,6%
Total (%) VT	78,0%						

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

De esta manera, el Tesoro **despejó pagos por \$9,43 billones en los próximos cuatro meses**, postergando su pago en instrumentos con vencimientos desde agosto 2024 en adelante. Sin embargo, dado que el acompañamiento fue mayoritariamente público, la suavización del perfil de pagos es relativa. Además, **para lograr este cometido debió convalidar tasas implícitas altas en los duales ofrecidos**. A modo de ejemplo, tomando los precios de corte del TDL23, el Tesoro convalidó el Dual a agosto 2024 a devaluación + 0%, cuando por curva en el mercado secundario debió estar más cerca del -4,4% (previo al anuncio de condiciones). En tanto, lo mismo sucedió con el dual a noviembre 2024 que se colocó a devaluación +0,35% frente a -1,5% que estimamos por curva. En el BONCER24 (T5X4), calculamos que se colocó cerca de CER + 12,3%, un poco más cerca de su curva en el secundario. En síntesis, el Tesoro volvió a ser generoso con las tasas para lograr su cometido.

Luego de extensos ascensos, los Globales cedieron

Tras cinco ruedas consecutivas de subas, **la deuda en dólares se tomó un respiro**. Los bonos soberanos no sostuvieron los verdes que veíamos en la semana e hicieron una pausa en su recuperación. Así, el precio promedio de los Globales retrocedió hasta US\$27,97 frente a los US\$28,34 del miércoles. De esta manera, la curva en dólares exhibió variaciones negativas que fueron de 0,7% a 1,7%, siendo el GD30 el menos defensivo dentro de los bonos líquidos (-1,4%).

Retorno total Globales

Ticker	1D	WTD	YTD
GD29	-0,7%	6,9%	4,7%
GD30	-1,4%	5,7%	4,4%
GD35	-1,1%	8,9%	4,0%
GD38	-1,1%	6,5%	3,1%
GD41	-1,3%	6,9%	4,4%
GD46	-1,7%	8,3%	3,2%

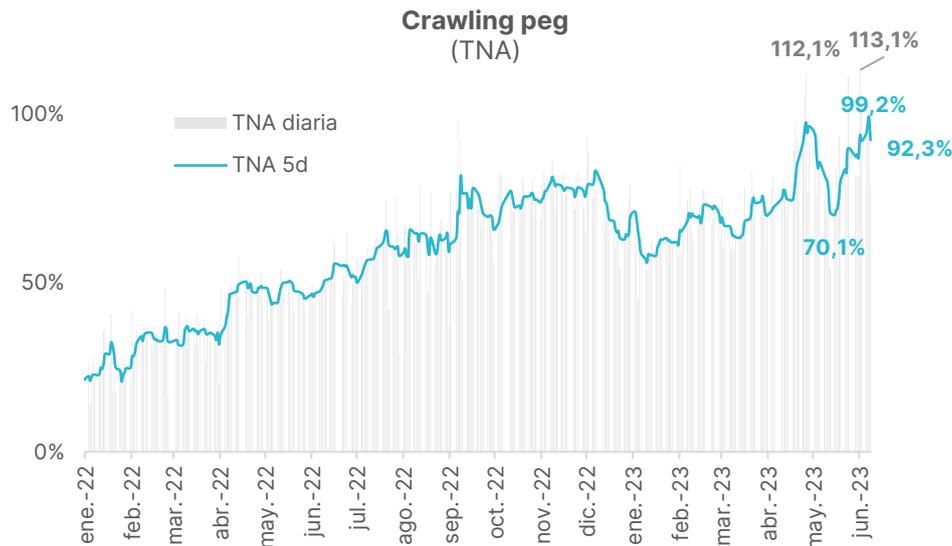
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En la dirección opuesta, el clima internacional fue favorable para la deuda emergente. Para exhibir este punto, podemos mencionar que el ETF EMB (compuesto por deuda emergente) y el BBG Emerging Market Index tuvieron una buena jornada agregando ambos 0,1% a su cotización. Entonces, **¿a qué podemos atribuir este cambio de dirección en la performance diaria de los Globales en la última jornada?** Si bien, según nuestras estimaciones la deuda en dólares esta mayormente explicada por factores externos (aproximadamente en 64,3%) que locales, consideramos que la increíble recuperación que la deuda exhibió estas últimas ruedas fue vista como "oportunidad" por algunos jugadores para tomar ganancias declinando su paridad. En definitiva, es esperable que la suba exhibida de la deuda sin un fundamento evidente detrás siembre algo de desconfianza en los inversores. En línea con este punto, **el BCRA ayer se desprendió de US\$62 millones**, hilvanando tres ruedas consecutivas de ventas, en las cuales **desacumuló un total de US\$186 millones**.

Sin embargo, a una rueda de culminar, y a pesar del declive de ayer, **todavía la semana sigue siendo positiva para la deuda en dólares**. Para realzar este punto, cabe mencionar que los Globales acumulan una recuperación de hasta el 8,9% en lo que va de la semana. En tanto, esta mañana la deuda en dólares arranca cotizando mixto con variaciones de -0,1%/+0,4%.

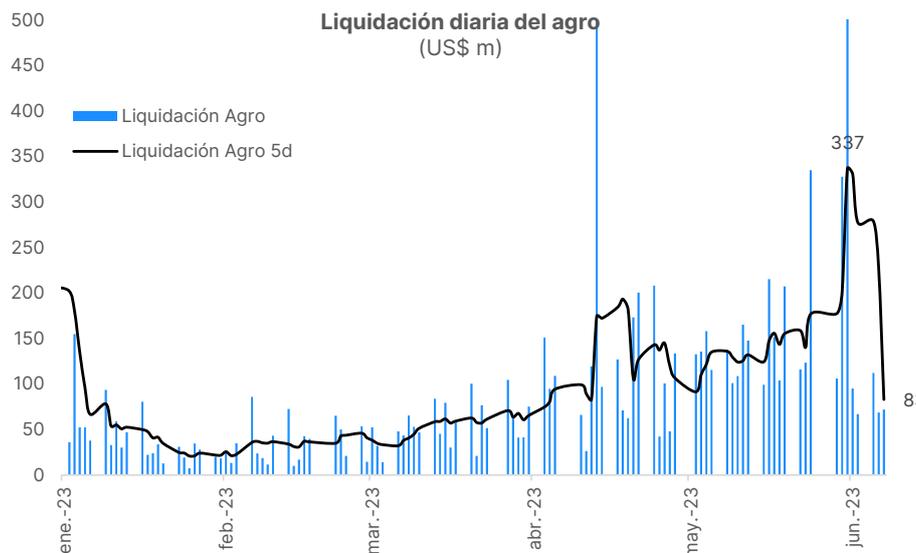
Fuerte desaceleración del *crawling peg*

El Banco Central viene desacelerando el ritmo de devaluación diario desde el 01/06, cuando lo había llevado a 113,1% de TNA o 209,4% de TEA, el mayor avance desde octubre 2020. En este sentido, el *crawling peg* recortó significativamente ayer al pasar de 95,1% (158,4% de TEA) a 78,6% (119,3% de TEA). En la misma sintonía, la media móvil de cinco días, la cual permite visualizar la tendencia, cedió de 99,3% (169,4% de TEA) el miércoles a 92,3% (151,5% de TEA) ayer.

El *crawling peg* viene cediendo en lo que va de junioFuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿Qué habría detrás de esta desaceleración? Creemos que el BCRA tiene un ojo puesto en la liquidación de soja a la hora de decidir acerca del ritmo de devaluación. Desde que el dólar “soja” 3 llegó a su fin el viernes pasado (02/06), notamos que la liquidación del agro viene cediendo marcadamente. En detalle, **la liquidación diaria se desaceleró a US\$83 millones** (media cinco días) **desde un pico de US\$337 millones el 31/05**, que fue el último día de venta masiva de la oleaginosa bajo el dólar “agro”. En consecuencia, sin dólar “soja” en pie, la autoridad monetaria cortó su racha positiva de 20 ruedas consecutivas (+US\$1.217 millones) en el MULC y se deshizo de un total de US\$186 millones entre este martes y jueves. En este contexto, no nos llama la atención que **el BCRA busque desincentivar el apalancamiento en pesos para los productores** al deslizar el tipo de cambio oficial a un ritmo muy por debajo de la tasa a la que se financian. En otras palabras, intenta que liquiden sus stocks para poder hacer frente a sus gastos. En cuanto a los stocks disponibles para liquidar, **estimamos que alrededor de 18,2Mt estarían en manos de los productores de soja**, ya que se habría cosechado 93,8% de una producción proyectada en 21Mt y se vendieron 8,5Mt bajo el dólar “agro” de las cuales 7Mt serían *carry* de la cosecha anterior. Esta cifra **equivale a casi US\$9.160 millones** a los precios actuales. Así las cosas, con el tipo de cambio oficial moviéndose a un ritmo promedio de 95,8% en lo que va de junio (154% de TEA), la tasa a la que se financian aquellos productores de soja que acopien más de 5% de su producción o hayan participado en los programas de incremento exportador se ubica muy por encima de este nivel. Al respecto, la tasa *ad hoc* para estos productores se encuentra en 120% de LELIQ (97% de TNA), por lo que se mantiene en 116,4% de TNA o 203,9% de TEA. Más allá de los intentos del BCRA por intentar incentivar la liquidación, **creemos que los productores continuarán financiándose en pesos ante la expectativa de un posible nuevo dólar “soja” y un recambio de gobierno que desmantele el cepo**, que en ambos casos más que compensaría este mayor costo de financiamiento.

Desaceleración de la liquidación del agro tras el fin del dólar “soja”

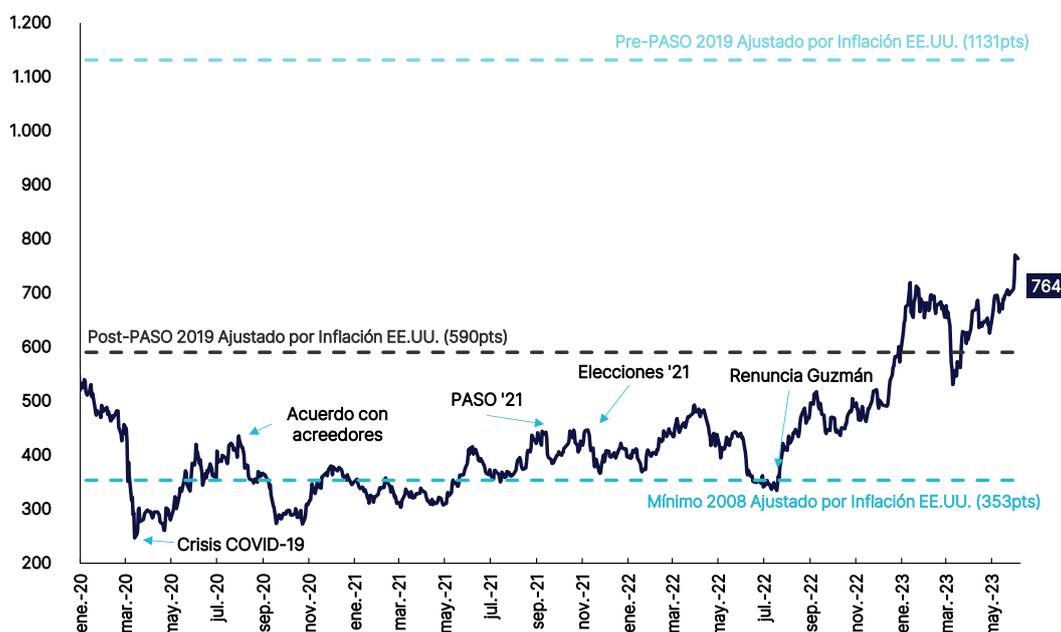


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval se mantiene expectante

Sin grandes variaciones en el índice en pesos, **el ascenso del dólar medido a partir de ADRs de \$495 a \$499 generó un leve retroceso de 5 puntos hacia US\$764**. Aun así, el índice se mantiene en niveles máximos desde 2019, esbozando una **ganancia en lo que va del año que supera el 30%**. Es lógico que tras el veloz rally que mostró las jornadas pasadas se vea una cierta toma de ganancias, particularmente en el sector bancario que en las últimas semanas fue un claro protagonista. Creemos que es probable que, en los próximos días, el S&P Merval lateralice, esperando avances en el potencial acuerdo con el FMI. Adicionalmente, **al acercarnos a las fechas políticamente claves de junio, no sorprendería ver mayor volatilidad en el índice.**

Evolución Merval en dólares (CCL acciones)



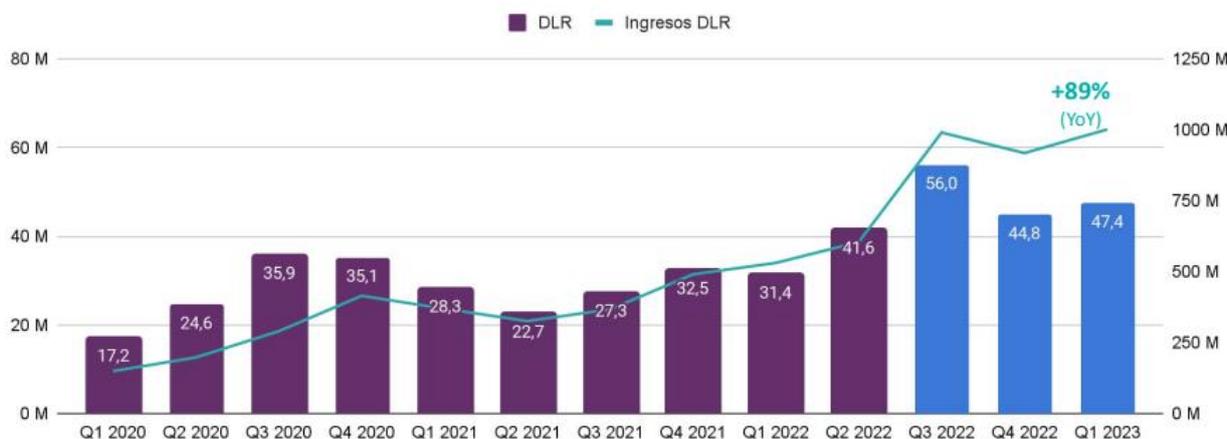
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Matba-Rofex presentó su 3FQ23

Los **ingresos por servicios del grupo Matba-Rofex se ubicaron en poco más de \$2.610 millones de pesos al cierre del tercer trimestre fiscal de 2023**, totalizando \$9.235 millones en los nueve meses acumulados del ejercicio. **En términos reales, estos avanzaron 2,2%** respecto al mismo período del ejercicio previo, mientras que en la comparativa acumulada dejan un incremento de 29,4%. Por el lado de los egresos, los gastos operativos del trimestre totalizaron \$2.270 millones y elevaron la suma acumulada del ejercicio hacia \$6.672 millones, dejando así un **resultado operativo de \$340 millones y \$2.563 millones respectivamente**. Por su parte, **el ingreso financiero operativo del 3FQ23 fue de \$952 millones**.

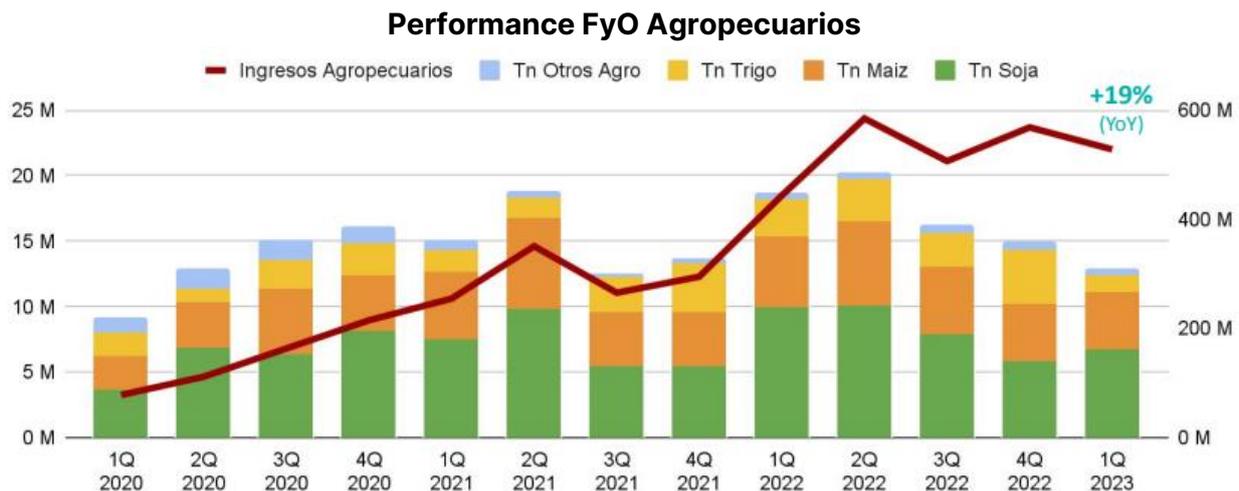
En el desglose sectorial, **el segmento de futuros y opciones de dólar** (el más importante para la compañía) **aportó ingresos por casi \$750 millones**, representando un **salto de 89% para el mismo período** comparativo y de 110% en el acumulado de nueve meses. **Esta performance tiene su correlato en los vaivenes de las expectativas de devaluación registradas a lo largo del primer trimestre**, y posiblemente se extienda en el trimestre corriente dada la volatilidad observada en el mercado de futuros. Incluso hacia delante, el crecimiento podría prolongarse ante un avance en la volatilidad no solo generada por el mismo proceso electoral, sino también por la carencia de reservas producto de la merma en el ingreso de divisas por parte del agro.

Performance FyO DLR



Fuente: Presentación de Resultados Mtr

En cuanto a **los futuros y opciones de productos agropecuarios**, que representan la segunda ala más importante de la empresa, **dejaron ingresos cercanos a los \$300 millones (+19% yoy nominalmente)**, ante el **declínio en el volumen operado cercano al 30%**. En este sentido, no solo la **sequía impactó sobre las disponibilidades del sector agropecuario**, sino también la **liquidación adelantada de los sojeros a partir de los esquemas previos del "dólar soja"** impulsaron la baja. Esta tendencia sin duda podría prolongarse considerando que, tal como informó la Bolsa de Comercio de Rosario, la ola de calor de febrero y marzo fue un evento climático catastrófico para la soja y el maíz.



Fuente: Presentación de Resultados Mtr

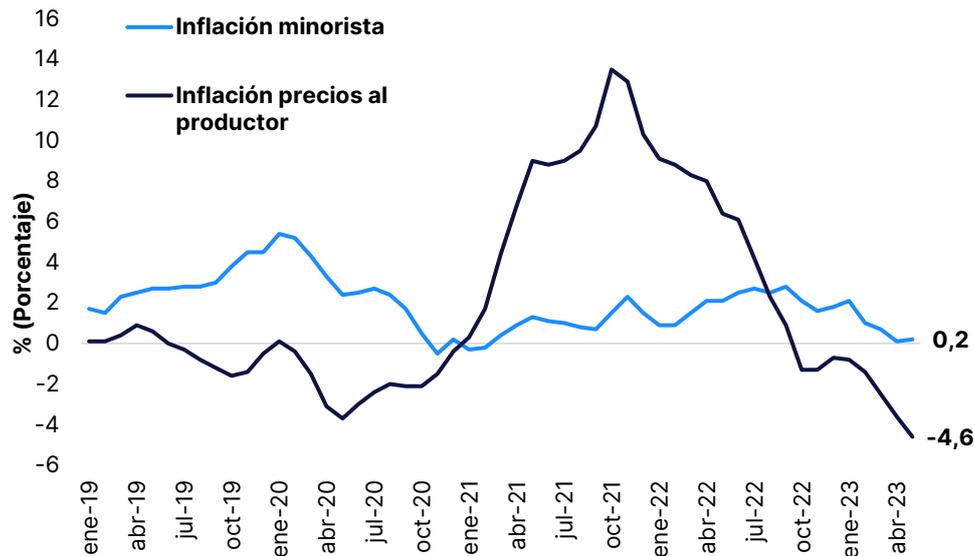
Continuando con el estado de resultados, **el beneficio neto del trimestre fue de \$897 millones, comparable con los \$110 millones del 1FQ22**. Así, la cifra acumulada se ubicó en \$2.452 millones (vs \$1.487 millones en los nueve meses del ejercicio previo). En lo que respecta a la rentabilidad de la compañía, en el trimestre el **margen operativo** cerró en **13%**, mientras que el **margen neto** se situó en **34,3%**.

De cara al futuro, el *management* del grupo se mostró muy optimista. Indicaron que, si bien preveían un crecimiento de 18% en el negocio de FyO de dólar a principio de año, en la práctica están observando un crecimiento real en torno al 60%. Confían que, al tratarse de un año electoral, **la volatilidad en el dólar oficial puede favorecer el volumen negociado y, por tanto, los ingresos de Matba-Rofex**. Adicionalmente creen en que para su 1FH24 transitarán un semestre caracterizado por los vaivenes macroeconómicos propios del proceso electoral y 2FH24 con un formato cambiario que fomente el desarrollo del mercado, potenciando el volumen de operaciones. **En cuanto a los derivados agropecuarios**, sostienen que el año en curso finalizará con contracciones debido a los reiterados programas de incentivo exportador y a la severa sequía. **Creen que los niveles se recuperaran a lo largo del próximo ejercicio**. Por último, Mtr logró la aprobación del futuro de Bitcoin, con el que esperan avanzar en el listado durante este mes, y tienen otros tres productos en trámite, pero no esperan su aprobación hasta al menos pasadas las elecciones.

Datos de inflación de China apuntan a una desaceleración de la actividad

Ayer se conocieron datos de inflación de China y los resultados indican que el nivel de actividad de la segunda economía más grande del mundo se enfrió en mayo. El índice de precios al consumidor aumentó 0,2% interanual, en línea con las previsiones. Comparado a abril, los precios cayeron 0,2%. Por su parte, los precios al productor disminuyeron 4,6% anual, cuando los analistas pronosticaban una desaceleración de 4,3%. **La caída se explicó por la merma de los precios de las materias primas y una demanda débil tanto interna como externa**. Esta información está en línea con los informes recientes que muestran que **la actividad manufacturera se contrajo y que las exportaciones se redujeron por primera vez en tres meses**. Los analistas esperan que **el Banco Popular de China anuncie un recorte de tasas en las próximas semanas** para tratar de apuntalar la actividad económica.

Inflación interanual en China

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

Por su parte, luego de las subas de ayer, los futuros de los principales índices bursátiles abren mixtos. En este sentido, el Nasdaq comienza el día con una suba de 0,2%, mientras que el Dow marca una caída de 0,2%. Por su parte, el S&P500 abre *flat*. **Mientras tanto, los rendimientos de los bonos del Tesoro muestran leves subas.** En este sentido, las tasas a dos y diez años se incrementan en aproximadamente 5pbs. **Por su parte, los commodities comienzan el día al alza.** El WTI y el Brent muestran subas entorno a 0,4% hasta US\$71,6 y US\$76,3 por barril, respectivamente. A su vez, el oro se mantiene estable en los US\$1.965 por onza. **La próxima semana estará cargada de datos económicos significativos en el plano internacional.** En este sentido, se dará a conocer el índice de inflación de Estados Unidos de mayo y se realizará la reunión de política monetaria de la Reserva Federal.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Corporate Credit Team Leader

lcaldi@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez

Analyst

dmendez@portfoliopersonal.com

Alejo Lerner

Analyst

alerner@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Intern

lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist

eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist

meidner@portfoliopersonal.com

Francisco Schiffrer

Team Leader Strategist

fschiffrer@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst

nmartin@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.