

23 de agosto de 2023

Daily Mercados

ppi

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

Deuda en dólares: La recuperación no se detiene

La deuda en dólares tuvo una jornada muy positiva acompañada por el resto del universo emergente, pero en una magnitud mucho mayor. En este sentido, **los Globales agregaron entre 2,6% y 3,9% mientras que, en el exterior, referencias de deuda emergente como el EMB ETF y el BBG Emerging Market Index lo hicieron en hasta 0,3%**. Esta performance impulsó el precio promedio ponderado de los Globales a US\$32,4, lo cual es US\$1 (o +3,2%) por arriba de la rueda previa. Concretamente, el título que tuvo el crecimiento destacado ayer fue el GD30 con 3,9%, luego estuvieron el GD29 y el GD35 aumentando 3,1%, lo siguieron los bonos GD38 y GD41 haciendo lo propio en 2,8% (ambos), y finalmente el GD46 agregando 2,6% a su cotización.

A simple vista, el factor local relacionado al momento electoral sigue generando presión en los bonos soberanos argentinos. De esta forma, **la deuda hard dollar continúa ganando parte del territorio perdido luego de las elecciones primarias**. Aun así, se encuentra US\$1,8 (o -5,4%) por debajo del viernes pre-PASO. ¿Seguirá la recuperación este miércoles? En las pantallas del exterior, **los bonos argentinos avanzan hasta 0,5% esta mañana**, conservando la línea de créditos emergentes comparables. Como mencionamos ayer en nuestro [Perspectivas](#), hoy aguardamos novedades respecto al desembolso de US\$7.500 millones del Fondo Monetario Internacional tras el viaje del ministro de Economía a Washington.

Evolución del precio promedio de los Globales (US\$)



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

Por otro lado, los volúmenes operados en el segmento GD30/AL30 nos indican que la presencia del Banco Central persiste. En este sentido, **en las últimas tres ruedas se desprendió de US\$79,6 millones destinados a la compra de títulos GD30/AL30 con el fin de contener los dólares financieros**. Este ritmo de intervención se encuentra muy por debajo del observado la última semana antes de las PASO. Aunque, sugiere una aceleración con respecto a los dos días posteriores a las mismas donde el BCRA se deshizo de US\$8 millones en promedio. Es interesante que el spread legislación entre GD30/AL30 disminuyó a 17,62% frente a un promedio de 19,9% diario la semana pasada.

El mercado descrea de la fijación del tipo de cambio

Luego de cinco días consecutivos al alza, **el CCL se tomó una pausa ayer** al ceder de \$744 el viernes a \$742 (-0,3%). Esta baja marginal no quita que el salto desde el viernes pre-PASO exceda 24%. Adicionalmente, **no indica que sea el inicio de una tendencia bajista. La incertidumbre electoral no se disipará hasta por lo menos el 22/10** cuando se celebraran las Generales y, en caso de un eventual balotaje, se extenderá hasta el 19/11. Creemos que las encuestas de opinión pública no servirán para contener las expectativas de cara a octubre ante sus fallas sistemáticas a la hora de predecir los resultados electorales. Si bien el CCL actual es de crisis, los picos reales de octubre 2020 de \$848 y de julio 2022 de \$766 en todavía siguen sin ser alcanzados y de ello dependerá la aparición de anclas en el horizonte.

Primera rueda del CCL a la baja tras las PASO



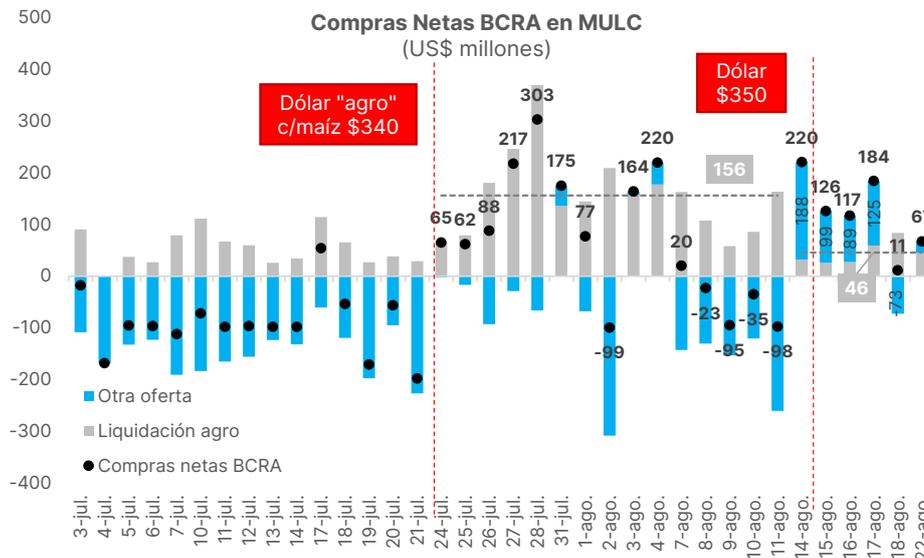
La brecha continúa encima de 110%



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

Habiéndose mantenido el dólar oficial sin cambios en \$350 por sexta rueda consecutiva tras el salto discreto de 22% del lunes previo, la brecha cambiaria retrocedió levemente de 112,6% a 112%, aun permaneciendo por encima del 108,2% del 11/08. **Semejante brecha transcurrida una semana de la devaluación no despeja los temores de un nuevo salto discreto en el corto plazo.** En este sentido, las tasas implícitas de los futuros de ROFEX se dispararon ayer, con excepción del contrato de agosto y septiembre que cerraron a la baja. Consideramos que esta caída en las implícitas de cortísimo plazo se explicaría por la reacción del mercado a las declaraciones de Massa en TV del último miércoles, cuando confirmó que mantendría el tipo de cambio oficial fijo hasta el 30/10, más que a la intervención del BCRA. Según trascendidos en la prensa, tras su regreso de Washington, el ministro oficializaría que la fijación del dólar oficial en \$350 se extenderá hasta el 15/11. Somos un tanto escépticos de que esto pueda cumplirse, ya que, en base a nuestras estimaciones, **el tipo de cambio real regresaría a los niveles pre-devaluación a mediados de septiembre, por lo que la oferta del MULC podría tensarse en breve.** En cuanto al mercado oficial de cambios, el BCRA adquirió US\$67 millones ayer, hilvanando su sexta jornada de compras. Así, **acumula US\$725 millones en esta racha positiva, aunque destacamos que US\$647 millones (89% del monto total) fueron adquiridos en las primeras cuatro ruedas tras la devaluación**, por lo que las compras oficiales van perdiendo *momentum* a la par que la mejora del tipo de cambio real se erosiona.

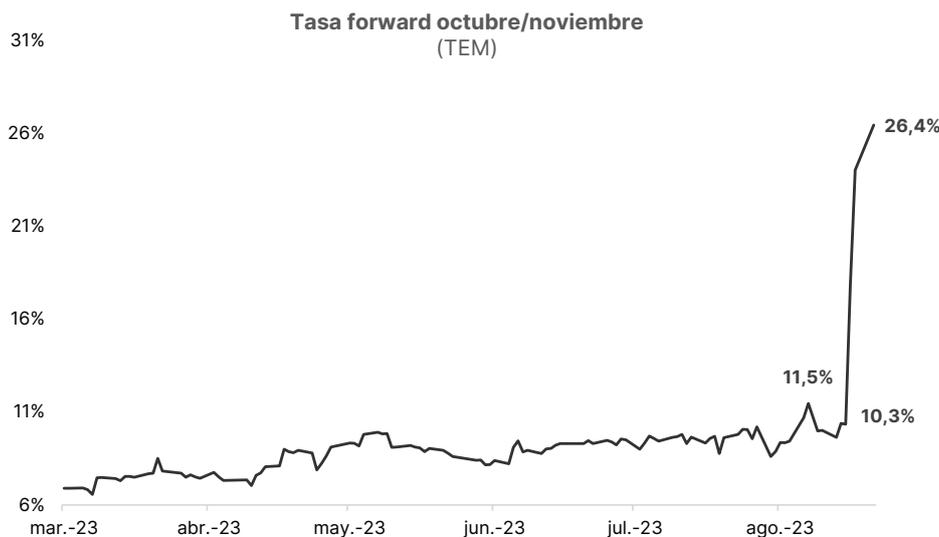
Las compras del BCRA en el MULC van perdiendo fuerza



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

Retomando lo que sucedió en el mercado de futuros, la tasa de octubre trepó 686 pbs a 126,6% de TNA, la de noviembre 1.856 pbs a 208,6% de TNA y la de diciembre 2.533 pbs a 268,4% de TNA, ubicándose estas últimas dos por encima de los niveles del viernes pre-PASO (199,4% y 219,3%, respectivamente). En consecuencia, la tasa *forward* septiembre/octubre rebotó de 14,1% mensual el viernes a 16,7%, aunque todavía permanece por debajo de su récord de 18% alcanzado el 16/08. En tanto, la *forward* octubre/noviembre volvió a marcar un récord al escalar de 24% a 26,4%. En otras palabras, **el mercado descrea que el gobierno sea capaz de mantener el tipo de cambio fijado hasta el 30/10 y le asigna aún menores chances a que pueda hacerlo hasta el 15/11.**

El mercado descuenta una devaluación post elecciones



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

Llegó el primer vistazo a los bancos: 2Q23 de GGAL

La presentación de resultados de GGAL a simple vista nos acerca un trimestre a destacar. Un ROE y un ROA creciendo 2.084 puntos básicos (bps) y 392 bps interanualmente (yoy) hasta 25,95% y 4,86% respectivamente, un ratio de eficiencia mejorando 2.556bps hacia 54,44%, un resultado operativo 51% superior a su comparable de 2022 y un resultado neto de \$57.972 millones, que es 5,3x mayor al de 2Q22. En definitiva, un ejercicio notable de parte de Grupo Galicia. **Sin embargo**, como toda presentación, **requiere de un análisis más profundo para entender los drivers del trimestre, y la sostenibilidad de semejante desempeño.**

Adentrándonos en el balance, observamos que dentro de las fuentes de ingresos consideradas más estables, **los ingresos netos por intereses** del grupo explicaron la mayor parte del avance, siendo que **se elevaron 126% hacia \$198.940 millones yoy** al tiempo que los ingresos netos por comisiones sumaron 14% hacia \$54.779 millones. Por su parte, entre las fuentes más volátiles, los resultados por instrumentos financieros se desplomaron 61% hacia \$32.741 millones mientras que las ganancias por la posesión de oro y moneda extranjera acrecentaron 9.5x hacia \$34.278 millones.

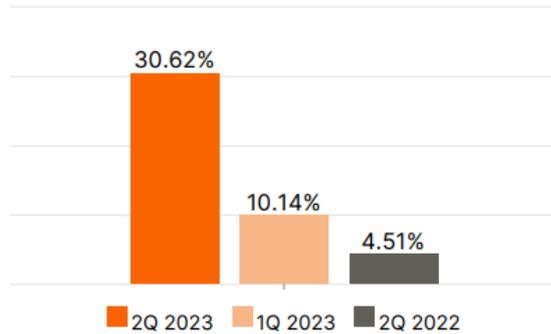
Con estas cifras en mente, es importante considerar los números de Banco Galicia, el negocio más importante del grupo. **El banco explicó el 83% de los ingresos netos por intereses**, el 62% de los ingresos netos por comisiones, el 64% de las ganancias por instrumentos financieros y el 97% de las aportadas por tenencias de oro y moneda extranjera. En este sentido, **considerando que los ingresos por intereses del banco han sido el mayor driver del alza, y que los ingresos de Naranja X “apenas” adicionaron un 11% yoy, creemos pertinente prestarle mayor atención a esta línea.**

Al indagar en esta fuente, que para el banco totalizó \$164.647 millones (+196% yoy), notamos que los ingresos brutos por intereses alcanzaron \$492.501 millones (+131% yoy) de los cuales \$261.465 millones (+282% yoy) provinieron de instrumentos financieros del sector público. **Ello implica que el 53% de los ingresos por intereses generados por el banco provinieron de activos emitidos por el Tesoro Nacional o el Banco Central.** Comparativamente, un año atrás este porcentaje se limitaba a un 32%, lo que implica que **la dependencia de los resultados de los bancos al sector público crece a medida que la inflación se dispara.**

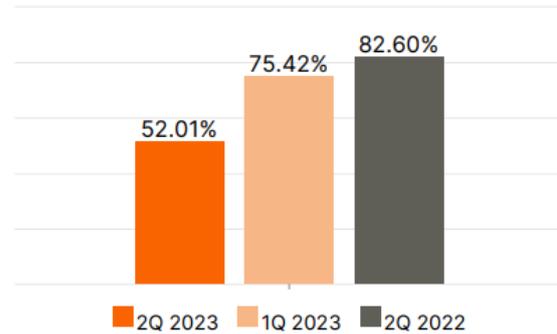
No menos importante resulta la **exposición al sector público en términos de activos.** Al cierre de ejercicio, Banco Galicia poseía un total de \$1.891.413 millones (+22% yoy) entre Leliq, Letras del Tesoro, Bonos del Tesoro y Pases Activos. Ello representa un **45% de los activos totales del banco**, y un **64% del total de los depósitos**, que totalizan \$2.951.801 millones, de los cuales \$1.335.460 millones son plazo fijo. Estas proporciones eran muy inferiores un año atrás, manteniéndose en 37% y 52%, respectivamente. **Incluso en términos del grupo financiero la tenencia actual resulta significativa, pues supone el 39% del total de los activos y el 63% del total de los depósitos.**

Concluyendo, si bien es cierto que la ejecución del segundo trimestre de GGAL permitió resultados notorios, cabe cuestionar su sostenibilidad a largo plazo. La exposición y dependencia del sector público puede ser alarmante, especialmente en un contexto de inestabilidad como el actual, y las futuras reformas que requiere Argentina para retornar a un sendero de crecimiento sostenido. Al igual que a principio de año, **nos mantenemos cautelosos con el sector financiero**, prefiriendo mantener la exposición a los bancos limitada. **Aun así, dentro del sector, GGAL es una de nuestras elegidas**, y sus resultados responden. Por lo pronto, Grupo Galicia supo aprovechar las elevadas tasas del Banco Central y las generosas licitaciones del Tesoro Nacional.

ROE Banco Galicia



Ratio de Eficiencia Banco Galicia

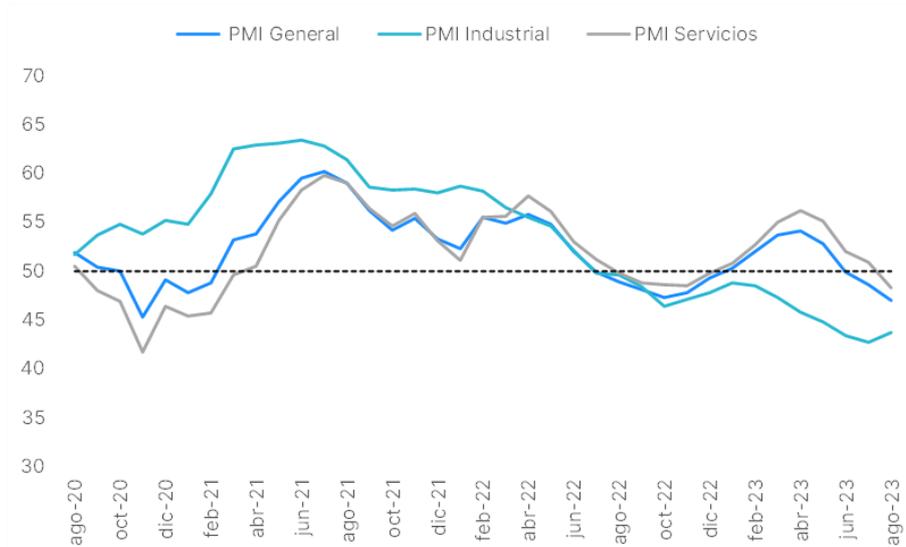


Fuente: Informe de Resultados GGAL

Fuerte contracción de la actividad en la Eurozona

Hoy por la madrugada se publicaron datos relacionados al nivel de actividad en la zona euro. Comencemos con el índice de fabricación PMI de la zona euro, que consiste en una encuesta realizada por S&P Global en la cual miden el sentimiento de los gerentes de compras de las empresas. Recordemos que una lectura del PMI por sobre 50 implica una expansión del sector industrial y por debajo una contracción. En este sentido, el índice del mes de agosto se situó en 47 puntos, quedando por debajo de las expectativas de los analistas, que estimaban un valor de 48,5 puntos. La cifra marca una disminución en comparación con los 48,6 puntos registrados en julio, **indicando una contracción de la actividad económica en la región por tercer mes consecutivo**. Realizando un análisis sobre el desempeño por sector, el PMI manufacturero llegó a 43,7 puntos en agosto, superando las previsiones de los analistas que esperaban 42,7 puntos. Sin embargo, es importante destacar que este indicador ha estado en declive desde junio de 2022, manteniéndose por debajo del umbral de los 50 puntos. **Lo que realmente sorprendió al mercado fue el resultado en el sector de servicios**, que se situó en 48,3 puntos, por debajo de las expectativas de 50,5 puntos. **Es la primera vez que el indicador marca una contracción de la actividad del sector en lo que va del año 2023**, mostrando una desaceleración considerable con respecto a julio (50,9). En lo que respecta al desempeño económico por país, en Alemania, uno de los principales polos industriales del continente, el PMI se posó en los 44,7 puntos. El resultado es considerablemente menor al 48,3 que se proyectaba. **De esta manera, la actividad de la principal economía europea muestra una contracción por segundo mes consecutivo**, alcanzando el nivel más bajo para el indicador en términos históricos. **La merma de la actividad se explica tanto por una contracción del sector servicios como del industrial**. Una situación similar atravesó Francia, donde el PMI se mantuvo en 46,6 puntos en agosto, por debajo de lo esperado e igualando la lectura del mes anterior. En este caso también ambos sectores económicos apuntan a una contracción de la actividad. Específicamente, el PMI del sector industrial posó en 46,4, mientras que el PMI de servicios lo hizo en 46,7. **La desaceleración de la actividad empresarial en la zona euro reflejan el impacto que esta teniendo la política monetaria contractiva del Banco Central Europeo en el continente**.

Evolución del PMI en la zona euro



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

En este contexto, los futuros de los índices bursátiles comienzan la jornada en verde. En este sentido, el Nasdaq lidera las subas observado un ascenso del 0,2%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones que lo hacen ambos en 0,1%. En cuanto a la renta fija, los rendimientos de los *treasuries* comienzan la jornada con resultados dispares. De esta manera, la tasa larga a 10 años recorta en 5 puntos básicos, mientras que el tramo corto abre flat. En lo que al oro respecta, la onza se ubica en los US\$1905 aproximadamente, ascendiendo 0,4% con respecto al día de ayer. Finalmente, el WTI y el Brent cotizan en US\$78.4 y US\$82,8 por barril, ambos registran una disminución en su precio en alrededor del 1,5%.

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

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@portfoliopersonal.com

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.