

11 de marzo de 2024

Perspectivas de la semana

ppi

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

Llegó el “Mega Canje”, ¿un paso necesario para la normalización cambiaria?

Después de una semana muy intensa, el Tesoro anunció sorpresivamente una operación de conversión para los instrumentos en pesos con vencimiento en 2024. A cambio, el Tesoro ofrece una canasta compuesta por 4 nuevos títulos CER (cero-cupón) con vencimientos entre 2025 y 2028. En concreto, se compone por 30% de TZXD5 (15 de diciembre 2025), 30% de TZXD6 (15 de diciembre 2026), 25% de TZXD7 (15 de diciembre 2027) y 15% de TZXD28 (30 de junio 2028). Dada la curva de referencia que otorgó el MECON, la nueva canasta tendría un valor de \$105,5, pero dado que los títulos elegibles (ver abajo) están mayoritariamente sobre su valor par, y se toman a valor técnico, ese *upside* se compensa. Respecto a los precios del viernes, creemos que los nuevos instrumentos de la canasta exhiben una tímida compresión de tasas, lo cual representaría un 3% de retorno potencial en el conjunto. No obstante, creemos que la parte larga de la curva CER reflejará cierta debilidad tras este incremento (no esperado) de la oferta de títulos de largo plazo. La operación se llevará a cabo este martes y se liquidará el viernes 15 de marzo.

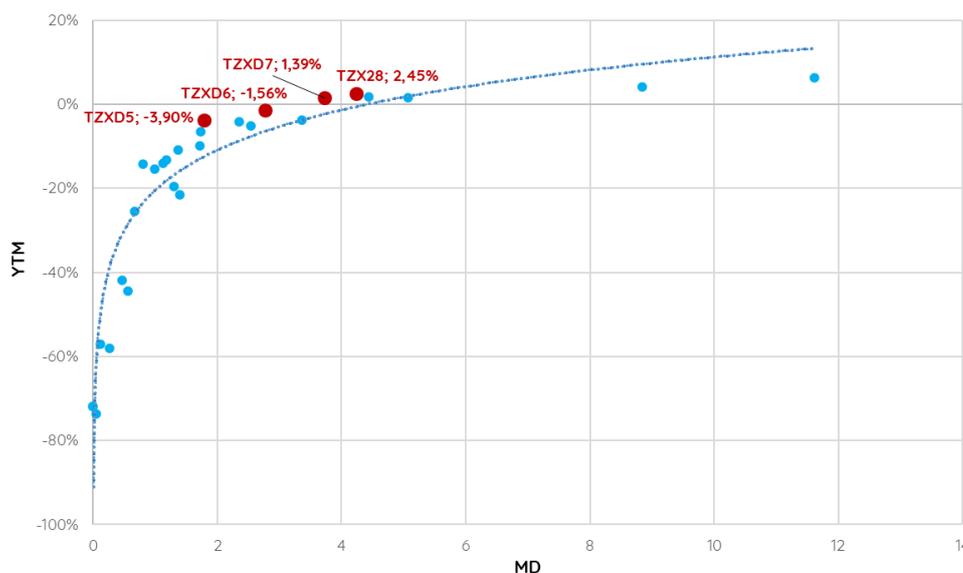
Análisis del Canje del Tesoro: Leve Upside frente a la curva del viernes

	TX24	T3X4	TB24	X20Y4	T6X4	T2X4	T7X4	T4X4	T5X4	TV24	TDA24	TDJ24	TDG24	T2V4	TDN24
VT (c/ VN100)	1.354,54	338,96	117,76	144,30	236,75	1.015,35	234,63	339,31	273,89	84802	84675	84675	84675	84869	84675
Precio Secundario	1.397,5	359,0	124,0	168,4	273,7	1.193,5	275,0	393,5	312,5	79.140	79.400	89.800	89.600	85.900	92.500
Diferencia vs VT	-3,1%	-5,6%	-5,0%	-14,3%	-13,5%	-14,9%	-14,7%	-13,8%	-12,4%	7,2%	6,6%	-5,7%	-5,5%	-1,2%	-8,5%
Precio Canasta	101,51	98,41	96,02	89,30	90,06	88,29	86,93	89,43	88,05	112,58	111,54	98,85	98,57	105,43	95,91
Canasta a precios MECON	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52	105,52
Upside/Downside	0,8%	1,2%	4,4%	1,3%	1,4%	1,7%	3,6%	1,7%	5,0%	0,4%	0,9%	0,7%	1,2%	-1,1%	0,7%

Canasta	TZXD5	TZXD6	TZXD7	TZX28
Breakdown (%)	30%	30%	25%	15%
Tasas MECON	-3,90%	-1,56%	1,39%	2,45%
Precios Impli. (%)	32,17	31,33	23,74	18,29
Valor MECON	105,52			
Valor (viernes est.)	108,70	3,0%		
BCRA3500	846,8			

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

Curva nuevos instrumentos frente a la curva CER del viernes



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

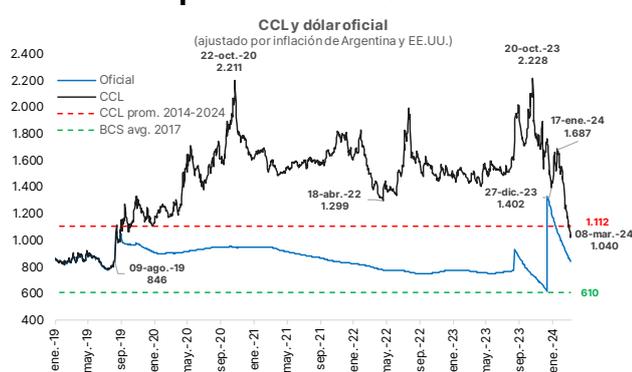
Haciendo un repaso por el stock de deuda, el capital ajustado de los títulos elegibles acumula \$55 billones. Según nuestra estimación de tenencia público-privada, calculamos que alrededor del 64% de este monto se encuentra en manos del sector público. Además, un dato muy relevante a la hora de analizar el resultado será la decisión del BCRA de otorgar o no *puts* para esta operación. En el caso de no hacerlo, es probable que el resultado sea más discreto ante posible descalce de plazos de los depósitos del sistema financiero.

Clave: La operación llega después de un mes muy positivo para los bonos ajustables por inflación más largos, lo cual podría haber incentivado al Tesoro a aumentar la oferta de los mismos. En ese sentido, venimos insistiendo que estos títulos ofrecen tasas reales muy negativas respecto a lo que rinden los bonos en dólares soberanos. Desde una óptica más abierta, este canje persigue un objetivo más ambicioso. Uno de los riesgos más grandes a la hora de normalizar el mercado cambiario era afectar la demanda por deuda en pesos, y, por lo tanto, el refinanciamiento de las licitaciones del Tesoro. De esta manera, si el equipo de Finanzas es exitoso en esta conversión, la probabilidad de comenzar la normalización cambiaria aumenta. En síntesis, consideramos que la operación será exitosa si se supera el 64/70% de aceptación.

¿Es sostenible el actual esquema cambiario?

El CCL Senebi cortó su caída el jueves y viernes, aunque cerró la semana a la baja. En detalle, el principal dólar financiero trepó 0,5% hasta \$1.040 tras escalar 2% el jueves. De esta forma, acumula una suba de 2,5% en los últimos dos días desde su mínimo reciente de \$1.015 alcanzado el miércoles. Vale recordar que el CCL se había hundido a su menor nivel nominal desde principios de enero. A pesar del leve rebote de los últimos días, mermó 4,1% en la semana desde \$1.085 el viernes anterior. Así las cosas, se mantuvo 6,4% debajo del promedio de los últimos 10 años de \$1.112 en términos reales, lo que se justifica más en los flujos que en los fundamentos económicos. En consecuencia, la brecha cambiaria cedió de 28,7% a 22,8% en la semana, aunque llegó a tocar 20% el miércoles, quedando a un paso de volver al mínimo de la gestión Milei de 15,3%. En tanto, el *spread* entre el CCL y el tipo de cambio efectivo de los exportadores disminuyó de 21,7% a 17,5% en la semana, llegando a tocar 15,4% el miércoles, prácticamente retornando al mínimo de 11,8% de fines de diciembre.

El CCL se mantiene por debajo de su promedio de 10 años



Brecha levemente al alza

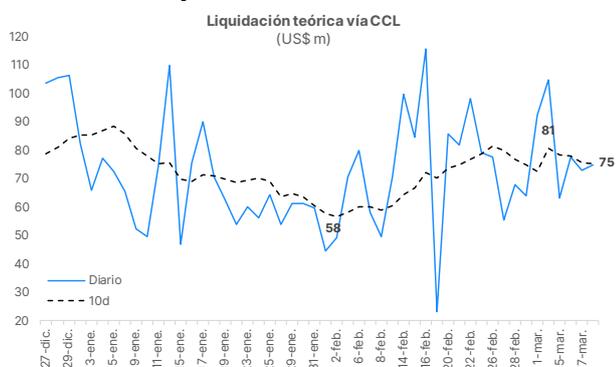


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Con respecto a los flujos, detectamos que la suba marginal del CCL coincide con una desaceleración en la oferta (estimada) de los exportadores en este mercado. Precisamente, la media móvil de diez días recortó de un pico reciente de US\$81 millones el lunes pasado a US\$75

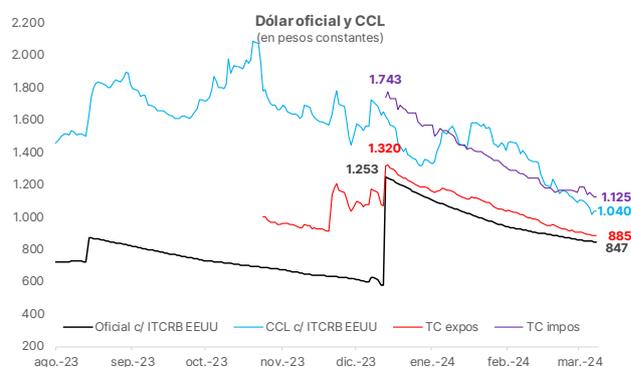
millones, aunque continúa ubicándose por encima de los US\$73 millones alcanzados el viernes de la semana anterior. No consideramos que este sea el inicio de una nueva tendencia, ya que la cosecha gruesa comenzará a liquidarse dentro de un par de semanas. No creemos que ni los rumores de una baja de tasas ni el mayor ritmo de *crawling peg* por un día (luego se confirmó que el 2% mensual sigue vigente) hayan afectado el flujo de liquidación de los exportadores. Respecto a las tasas, si el objetivo final es dismantlar el “Cepo”, no vemos lugar para una baja, sino más bien para una suba, dado un CCL que está lejos de ser el reflejo de la oferta y demanda de un dólar “libre”. Cabe recordar que todavía siguen en pie diversas restricciones a la demanda, como la restricción cruzada MULC/CCL y el monto máximo diario de compra de \$200 millones. Dicho esto, mientras la brecha para los exportadores se mantenga en niveles relativamente bajos, incentivando a los productores a liquidar, y el esquema 80/20% siga vigente, el CCL seguirá altamente influenciado por los flujos más que los *fundamentals* macro.

Leve desaceleración de la liquidación de los exportadores vía el CCL



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

Fuerte apreciación del peso que seguirá extendiéndose



Clave: El riesgo del actual esquema cambiario es que la fuerte apreciación del peso autoinducida no sea convalidada por el mercado en una eventual salida del Cepo, lo que podría llevar a un *overshooting* del tipo de cambio y, en consecuencia, a una nueva aceleración inflacionaria. Yendo a los números, el dólar oficial se desplomó 32,4% desde la devaluación récord del 13/12, mientras que el CCL 36,2%. En el mismo sentido, el tipo de cambio efectivo para las exportaciones se hundió 32,9% en el mismo período, a la par que el tipo de cambio de los importadores considerando el costo de la cobertura en ROFEX 35,5%. De esta manera, el tipo de cambio real ultra alto producto de la devaluación (el más alto desde la salida de la Convertibilidad) desapareció. El dólar oficial ya se ubica 3,5% debajo del nivel post devaluación de Massa tras las PASO. Con el *crawling peg* fijado en 2% mensual y el esquema 80/20% en pie, la apreciación del peso tiene todo dado para seguir profundizándose en el corto plazo. En el extremo, podría llegarse a un punto que los exportadores se vean tentados a retrasar su liquidación y los importadores a *sobrestockearse* por percibir “barato” el oficial, como ocurrió en el gobierno anterior, lo que conspiraría en contra de la acumulación de reservas y el actual esquema cambiario.

Una semana que arrancó con euforia y cerró con pérdidas

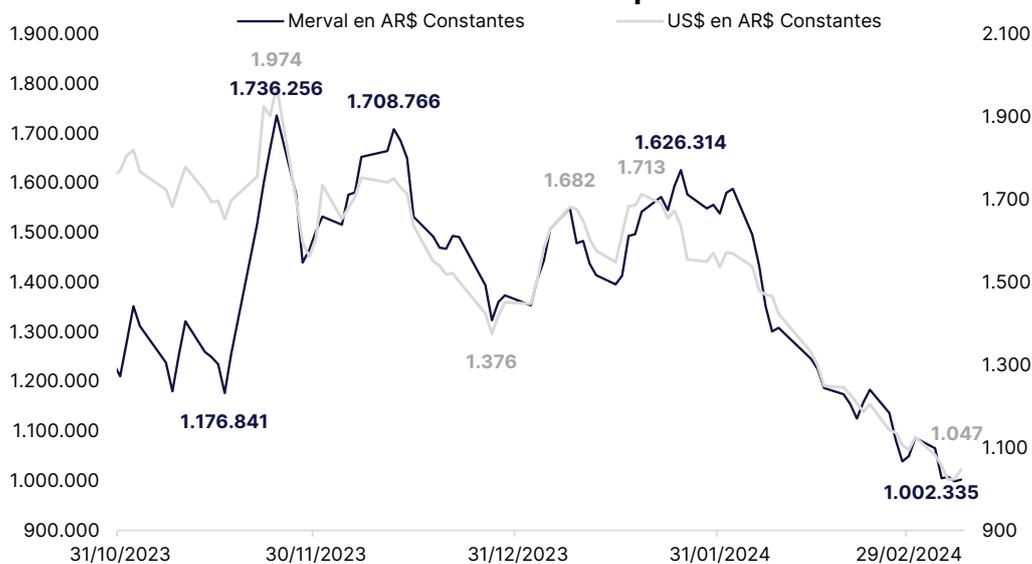
El Merval cerró la semana en negativo. En la rueda del viernes sufrió una baja del -1,9% en dólares hasta los US\$957. En pesos, la variación fue positiva de 0,8%, pero la suba del tipo de cambio implícito de los ADRs de 2,7% llevó el índice accionario criollo hacia terreno negativo. En la bolsa local, se destacaron MIRG (+12,78%), TECO2 (+8,08%) y LOMA (+4,43%), en tanto que los peores desempeños estuvieron en BYMA (-3,06%), VALO (-2,47%) y TXAR (-2,14%). Por su parte, los ADRs cerraron la rueda del viernes con un comportamiento mixto, con subas encabezadas por

TEO (+3,82%), BIOX (+2,24%) y EDN (+2,08%), mientras que las mayores pérdidas estuvieron en SUPV (-4,58%), YPF (-3,66%) y GGAL (-1,44%).

En la semana, las subas estuvieron encabezadas por los bancos que presentaron balances con ganancias extraordinarias en el 4Q23, producto de la tenencia en bonos duales al momento de la devaluación del 13 de diciembre pasado. También destacó DESP, que cerró la semana con una suba del 7,67%. En cambio, el segmento energético y de materiales mostraron balances más débiles producto de la falta de actualización de tarifas en los segmentos regulados y de un contexto económico negativo.

Mención aparte merece el Pacto de Mayo, que llevó a las acciones de la euforia en la mañana del lunes, a la moderación en la misma rueda. En los días subsiguientes, el efecto se esfumó y el Merval cerró la semana con una baja del 0,8% con respecto al viernes previo. Luego de una semana, miembros del Ejecutivo Nacional se reunieron con gobernadores de las 23 provincias y CABA para avanzar en las negociaciones respecto de La Ley Bases y el Pacto Fiscal, condiciones necesarias según el presidente para firmar el acuerdo en mayo. Conforme a lo comunicado por la [Oficina del Presidente](#), la reunión fue extensa y productiva. No obstante, siguiendo los trascendidos periodísticos, no se habría alcanzado un consenso respecto del impuesto a las ganancias de la cuarta categoría y a los derechos de exportación, tributos fundamentales para sostener las arcas de las provincias y la nación, respectivamente.

Se desacelera el ritmo de compras del BCRA



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

Clave: entre los puntos más importantes de la semana para el equity encontramos a la continuidad de las comunicaciones para lograr el tratamiento de la Ley Bases y la aprobación del Decreto 70/23 previo al Pacto de Mayo anunciado por el presidente en la apertura de sesiones. Al parecer el Merval se encuentra en un nivel relativamente cómodo oscilando entre los US\$900 y los US\$1.000 y ya no alcanzan los anuncios para despertar la euforia. En el mientras tanto, es clave el comportamiento del tipo de cambio CCL, que se mantiene en uno de los niveles más bajos de los últimos años. ¿Podrá sostenerlo o veremos un repunte del tipo de cambio? De rebotar, ¿podrán las acciones ejercer su proxy de cobertura o, producto de la incertidumbre, rezagarán al dólar?

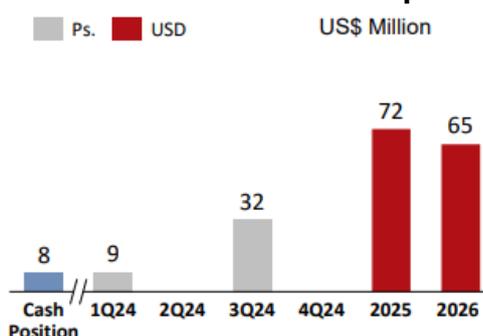
LOMA presentó un 4Q23 afectado por la transición política

Loma Negra presentó los resultados del último trimestre del año (4Q23). **Los ingresos por ventas del período se redujeron en un 13,2% en términos interanuales (yoy) hasta los \$99.398 millones**, mientras que **la ganancia bruta cayó 14,3% yoy hasta \$26.018 millones**. Avanzando con el estado de resultados, observamos que **el EBITDA ajustado se ubicó en \$22.678 millones, disminuyendo aproximadamente 25,8% yoy** (comparando con el 4Q22, excluyendo resultados extraordinarios provenientes de la venta activos). Por su parte, entre los resultados financieros netos, **se reflejó el efecto de la devaluación sobre los pasivos denominados en dólares (representan el 76% del total de obligaciones de LOMA), siendo que la diferencia de cambio ascendió a \$73.152 millones, casi 8x respecto al cuarto trimestre de 2022**. A su vez, los egresos financieros alcanzaron los \$18.923 (+108% yoy), aunque fueron parcialmente compensados por un resultado positivo por inflación (\$54.584 millones). De esta manera, **el período arrojó una pérdida neta de \$20.188 millones (vs ganancia de \$23.207 millones en el 4Q22)**. Esta diferencia se explica principalmente por el mayor costo financiero producto de la devaluación, sumado a la venta de un activo no estratégico en el 4Q22.

En cuanto a la actividad de LOMA, los volúmenes de ventas de Cemento, cemento de albañilería y cal, que representan el 88,6% del total, cayeron 10,1% vs el 4Q22 (1,52 MM Tn vs 1,69 MM Tn). Esto se dio tanto en las presentaciones a granel como en bolsa, aunque las primeras fueron las que más se resintieron por la transición política y el entorno económico. En tanto, **el segmento de Hormigón vendió un 17,5% menos en términos interanuales (0,12 MM m3 vs 0,15 MM m3)**, como consecuencia de las obras del sector público, que sintieron el impacto del cambio de gobierno, y una actividad privada que desaceleró en el último mes del año. Por el mismo motivo, **el segmento de Agregados disminuyó 12,3%**. Por último, **el segmento Ferroviario también mostró una contracción del 9,0% yoy (1 MM Tn vs 1,09 MM Tn transportados)**. En este sentido, el segmento se resintió de una menor actividad en el sector de la construcción, que impactó a sus principales dadores de carga, y de la fuerte tormenta que golpeó a Bahía Blanca, que dejó dos plantas desde las que transportan productos químicos temporalmente fuera de servicio.

En cuanto a la hoja de balance, observamos leves cambios del lado del activo, mientras que los pasivos no corrientes aumentaron considerablemente producto de la emisión de obligaciones negociables y descubiertos bancarios (parcialmente compensados por la cancelación de otros préstamos). También notamos una caída en el Patrimonio Neto de la entidad de 18,5% hacia \$294.222 millones. Profundizando en la emisión, LOMA colocó una obligación negociable por US\$10 millones con vencimiento en 2026 en el mercado local, lo que permitió, al cancelar la deuda de corto plazo, extender la duración promedio de la deuda total de Loma Negra a 1,7 años. Cabe destacar que el crecimiento en deuda derivó en un salto del ratio Deuda Neta/EBITDA Ajustado de 0,37x a 1,40x.

Perfil de vencimientos de capital



Fuente: Informe de Resultados Loma Negra

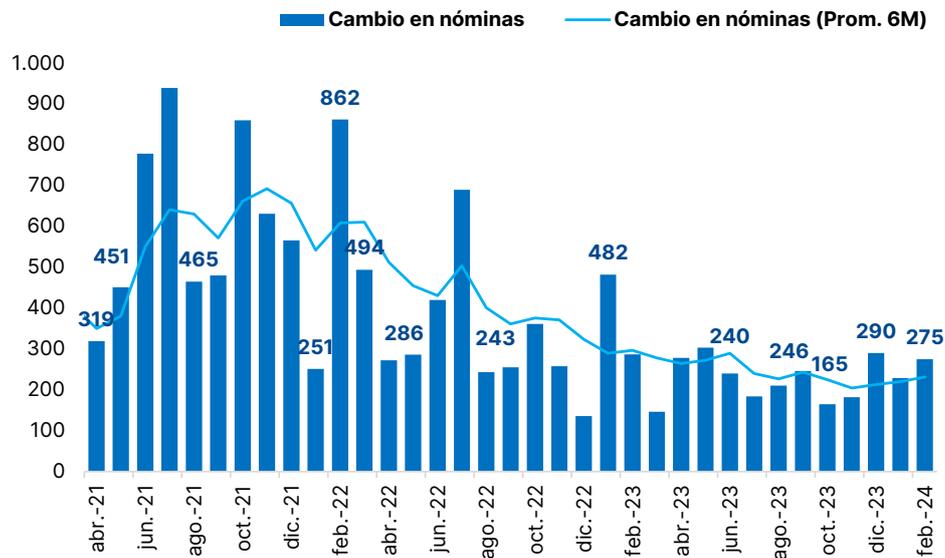
Un punto que también merece mención es el programa de recompra de acciones, que hasta el 31 de diciembre llevaba adquiridas 12.352.329 papeles y 27.542 ADRs. El 19 de diciembre, el Directorio aprobó un nuevo plan para la adquisición de acciones propias hasta un monto de \$600 millones hasta el 30 de marzo de 2024. Solamente en el mes de enero de 2024, la compañía adquirió 25.650 ADRs.

Loma Negra es una empresa líder en el sector de materiales, puntualmente, en la producción de cemento en el país. El balance del último trimestre refleja tanto las consecuencias de la caída en la actividad económica, particularmente en el sector de la construcción, como de la devaluación, cuyo impacto estuvo ligado a los pasivos de la empresa primordialmente. No obstante, a lo largo del año, LOMA alcanzó niveles de despachos únicamente superados por los del 2022. **De cara al 1Q24**, el contexto macro en el que opera la empresa no parece ser mucho mejor. **Los indicadores de la construcción profundizaron sus caídas y, tanto en enero como en febrero, los despachos de cemento cayeron 5,6% y 3,2% en términos mensuales, respectivamente.** Sin embargo, las previsiones de la empresa son optimistas para la segunda mitad del año en caso de que la economía comience a recuperar.

Estados Unidos: ¿Qué podemos concluir del informe de empleo del viernes?

Finalmente se dieron a conocer los datos oficiales de la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS, por sus siglas en inglés). A simple vista, los datos no muestran un camino claro sobre la situación del sector, con las nóminas no agrícolas acelerándose y la tasa de desempleo alcanzando su nivel más alto desde enero del 2022. Sin embargo, cuando nos adentramos en los datos podemos concluir que los efectos de la política monetaria contractiva están empezando a hacer mella en el mercado laboral. Al respecto, la tasa de desempleo se situó en 3,9% en febrero, superando las expectativas del mercado (3,7%) y acelerándose con respecto a lo observado en enero (3,7%). En la vereda de enfrente, las nóminas no agrícolas se posaron en 275 mil, excediendo las proyecciones del mercado, que se ubicaban en 200 mil. Además, se revisó a la baja el dato de enero desde 353 mil hasta 229 mil. Si bien subió la tasa de desempleo, la creación de empleo se incrementó en paralelo. Entonces, ¿el mercado laboral se está enfriando o sigue sobrecalentándose? La respuesta a esta pregunta se vuelve relevante para determinar si estamos más cerca o más lejos de observar un recorte de tasas en el corto plazo. Si bien aumentó la creación de empleo, esto se concentró en solo unas pocas industrias y la revisión neta de enero descendió en 124 mil. A su vez, la variación del salario promedio por hora creció 0,1% mensual en febrero, muy por debajo del registro anterior de 0,5% y de lo esperado (0,2%). Asimismo, se están trabajando en promedio más horas en la semana (34,3h en febrero vs 34,2h en enero). Finalmente, la tasa de participación laboral se mantuvo estable en 62,5%.

Evolución en las nóminas no agrícolas
(en miles)



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

Clave: El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, habló dos veces frente al Congreso la semana pasada, asegurando que bajarán las tasas este año. Sin embargo, hizo hincapié en que no hay prisa por el momento, en línea con lo que venían comunicando otros miembros del organismo. Es decir, no hubo grandes novedades, pero el mercado tomó esto como buenas noticias. En este contexto, los rendimientos de los Treasuries descendieron la semana pasada a lo largo de la curva. La tasa de referencia a 10 años recortó 11 pbs hasta 4,07%, mientras el tramo corto (tasa a 2 años) hizo lo propio en 6 pbs hasta 4,47%. Como consecuencia, el spread entre las mismas se deslizó hacia -41 bps. Más allá de esto, los principales índices bursátiles concluyeron la semana a la baja. El que más sufrió fue el Nasdaq que observó un descenso de 1,55% semanal, seguido por el Dow Jones y el S&P 500, que cayeron 0,93% y 0,26%, respectivamente. En cuanto a los datos económicos previstos para esta semana, mañana se conocerá el IPC de febrero. El mercado espera que la inflación mensual se ubique en 0,4%, 10 puntos básicos por encima de la de enero. Adicionalmente, se informarán más datos relacionados a la evolución de los precios, como el índice de precios al productor (IPP), el cual se espera que sea 0,3% mensual (igual a la lectura de enero).

Lo que Pasó

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
4-mar	JAP	IPC Tokio YoY	Feb	2,6%	2,5%	1,6%
	CH	Servicios PMI de China Caixin	Feb	52,5	52,9	52,5
5-mar	AR	Ventas Domesticas de vehiculos Adefa	Feb	33234		15942
	US	Órdenes bienes duraderos	Ene	-6,2%	-6,1%	-6,1%
	US	Pedidos de Fábrica	Ene	-3,60%	-2,9%	0,20%
6-mar	US	ADP Cambio de empleo	Feb	140K	150K	107K
	BR	Produccion Industrial YoY	Ene	3,6%		1,0%
	BR	Produccion Industrial MoM	Feb	-1,6%		1,1%
7-mar	US	Balanza Comercial	Ene	-67,4B	-63,5B	-62,2B
	US	Peticiones Iniciales de desempleo	Mar	217K	216K	215K
	BR	Producción de vehículos Anfavea	Feb	189684		152564
	JAP	Balanza de Pagos por Cuenta Corriente	Ene	438,2B	-330,4B	744,3B
8-mar	US	Cambio en nóminas no agrícolas	Feb		150K	353K
	US	Tasa de Desempleo	Feb	3,90%	3,80%	3,70%
	CH	IPP YoY	Feb	-2,70%	-2,50%	-2,50%
	CH	IPC YoY	Feb	0,30%	0,70%	-0,80%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

Lo que Vendrá

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
11-mar	JAP	IPP YoY	Feb		0,5%	0,2%
	JAP	IPP MoM	Feb		0,1%	0,0%
12-mar	US	IPC MoM	Feb		0,40%	0,3%
	US	IPC YoY	Feb		3,1%	3,1%
	ARG	IPC MoM	Feb		15,0%	20,6%
	ARG	IPC YoY	Feb		282,1%	254,20%
13-mar	US	Solicitudes de hipoteca MBA	Mar			9,7%
	UK	Producción industrial MoM	Jan		0,0%	0,6%
	UK	Saldo precio vivienda RICS	Feb		-10%	-18%
14-mar	US	Demanda final PPI MoM	Feb		0,3%	0,3%
	US	IPP sin alimentos y energía MoM	Feb		0,20%	0,50%
	US	Peticiones iniciales por desempleo	Mar		218K	217K
15-mar	US	Producción industrial MoM	Feb		0,0%	-0,1%
	CH	Oferta de dinero M2 YoY	Feb		8,80%	8,70%
	JAP	Índice industrial terciario MoM	Jan		0,10%	0,70%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst

nmartin@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader

dmendez@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist

eanselmi@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management

lcaldi@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst

gstvass@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist

meidner@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern

ldelaney@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst

lherrera@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist

mcucher@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.