19 de marzo de 2024

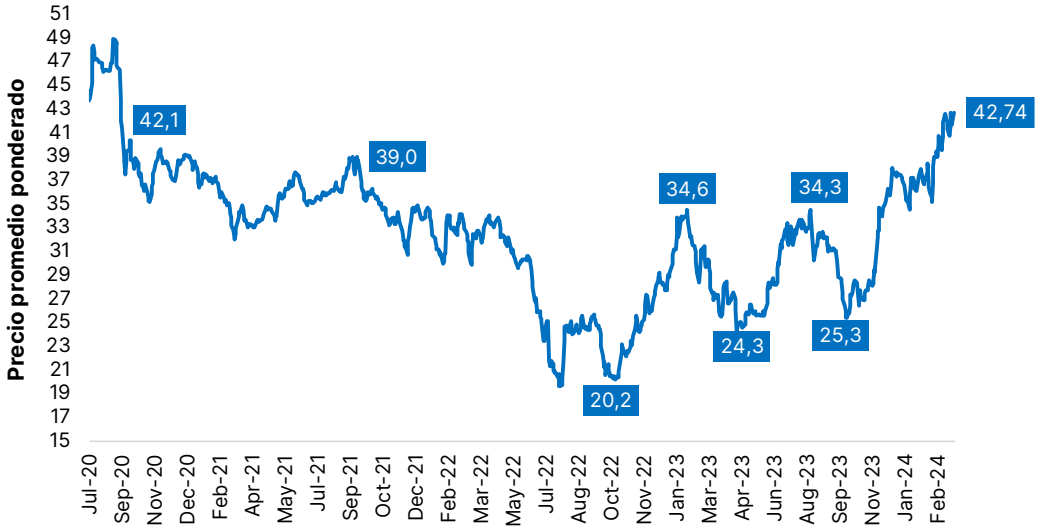
Daily
Mercados

ppi

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

¡Los Globales tuvieron un gran comienzo de semana!
La deuda soberana en dólares, que se posicionó todo el lunes tímidamente en verde, acentuó la apuesta sobre el cierre y culminó con avances de entre 0,7% y 1,4%. De esta forma, **el precio promedio ponderado por outstanding avanzó hasta US$42,7** (+1,1%;1D), **alcanzando su marca más elevada desde septiembre del 2020**. En detalle, los ascensos fueron más pronunciados en el GD38, que sumó 1,4%, y en el GD41 y el GD29, que sumaron 1,3% por lado. Detrás se ubicaron el GD46, el GD35 y el GD30 que treparon 1,2%, 1,1% y 0,7%, respectivamente.

Evolución del precio promedio ponderado Globales



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

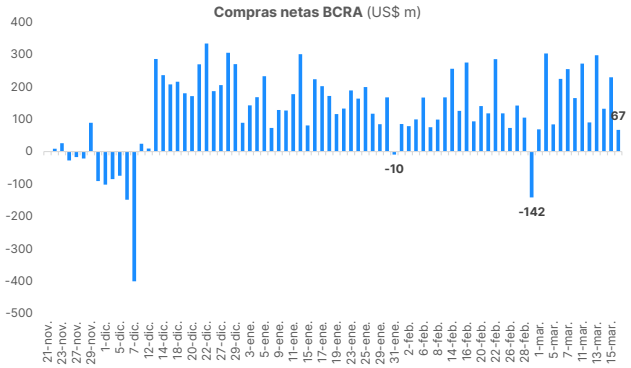
¿Esta performance responde a factores locales o externos? Para responder esta pregunta podemos observar primero una medida general del universo emergente y evaluar el comportamiento en comparación con la deuda soberana argentina en dólares. El EMB ETF ayer tuvo una rueda estable y finalizó flat (+0,06%), lo que indica que fue un arranque de semana tranquilo para la deuda emergente. Sin embargo, si observamos créditos puntuales con una calificación crediticia similar a la de los Globales (CCC+/-), podemos ver que la sesión del lunes fue tímidamente bajista para estos títulos. En este sentido, Bolivia, Pakistán y Nigeria recortaron hasta 0,1% ayer. Si bien no es una caída relevante, contrasta significativamente con la performance de los Globales, que llegaron a crecer hasta 1,4% como detallamos más arriba. En esta línea, **es probable que los factores idiosincráticos que mencionamos ayer en nuestro Perspectivas sigan impulsando las cotizaciones de los bonos soberanos**. Por un lado, las menciones sobre el acercamiento entre Luis Caputo y el Fondo Monetario Internacional con el fin de firmar un nuevo programa con fondos frescos para la Argentina mejora la perspectiva, al menos de corto plazo. Por otro lado, Nación volvió a tener superávit financiero en febrero, lo que se traduce en un buen clima para la plaza local.

De todas maneras, en el plano local **no podemos perder de vista cómo se desenvolverá el segmento político en torno al rechazo del DNU de Milei en el Senado**. Este punto es fundamental para evaluar la gobernabilidad de la administración actual. A su vez, en el frente internacional aguardamos la reunión de política monetaria de Estados Unidos, que tendrá lugar mañana y podría afectar el mercado de bonos emergentes.

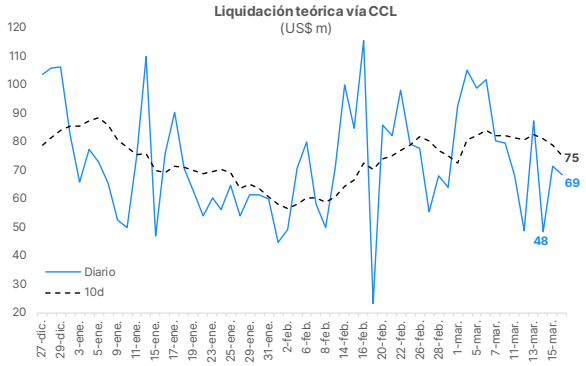
Se consolida la calma cambiaria

En una rueda en el que el volumen operado en el mercado de cambios se mantuvo relativamente elevado, **el Banco Central compró US$67 millones, la menor compra desde la devaluación del 13/12** y la tercera peor performance, al incluir las ventas por US$142 millones del 29/02 y US$10 millones del 31/01. La contrapartida de esto habría sido un alto acceso de los privados al mercado, cuya demanda habría superado los US$200 millones, la más alta desde nueve ruedas. Vale recordar que los importadores pueden acceder desde el 26/02 a la segunda cuota de 25% por las SEDI (nuevo permiso de importación) autorizadas desde el 26/12. Una visión alternativa para que el BCRA haya mantenido un saldo comprador de envergadura a pesar del mayor de acceso de importadores al MULC es que estos **no estén demandando inmediatamente los dólares al BCRA, siempre que el proveedor del exterior facilite el financiamiento, ya que la estrategia financiera juega a favor de estirar el carry** con un *crawling peg* en 2% mensual y una tasa de interés en 5,8% mensual (antes en 7/9% mensual).

El BCRA registró la menor compra desde la devaluación



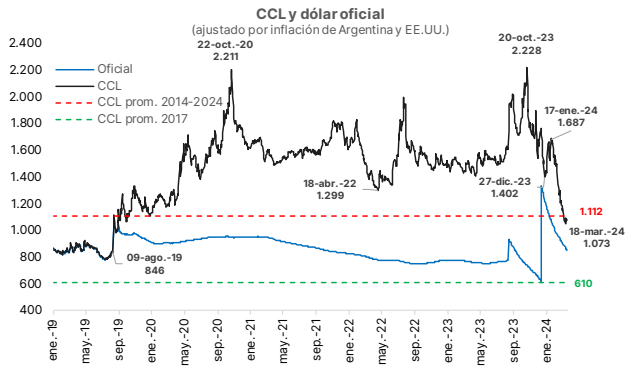
Alto volumen liquidado en el CCL por exportadores



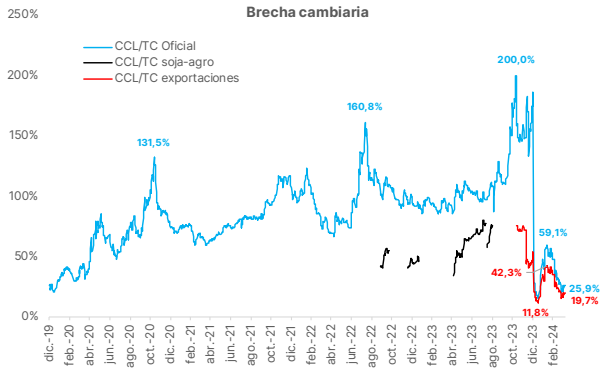
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones**

Siguiendo con el volumen liquidado por los exportadores, el 20% canalizable por el CCL alcanzó US$69 millones y la media móvil de diez días se mantuvo elevada en US$75 millones. Es por ello que **el CCL se mantiene relativamente calmo a pesar de la fuertísima baja de tasas**. Ayer apenas avanzó 0,3% diario hasta 1.073 (versus un *carry* de la tasa en pesos del fin de semana del orden de 0,6%). Así, se mantiene 5,2% por encima de los niveles pre baja de tasa, pero ya toda la recalibración al nuevo escenario parece estar hecha. En cuanto a la apreciación real, al seguir corriendo la inflación (expectativa de 14,3% del REM para marzo), **ya se extiende hasta 36,4% desde el 17/01 y los niveles actuales del CCL son los mínimos desde septiembre 2019**. Como subproducto de este CCL sin grandes cambios post recorte de tasa, **la brecha cambiaria se mantiene cerca de los mínimos de la Administración Milei** (y también de los últimos cuatro años), siendo de 25,9% entre el CCL y el oficial y de 19,7% entre el CCL y el tipo de cambio efectivo para los exportadores.

CCL ya incorporando tasas más bajas



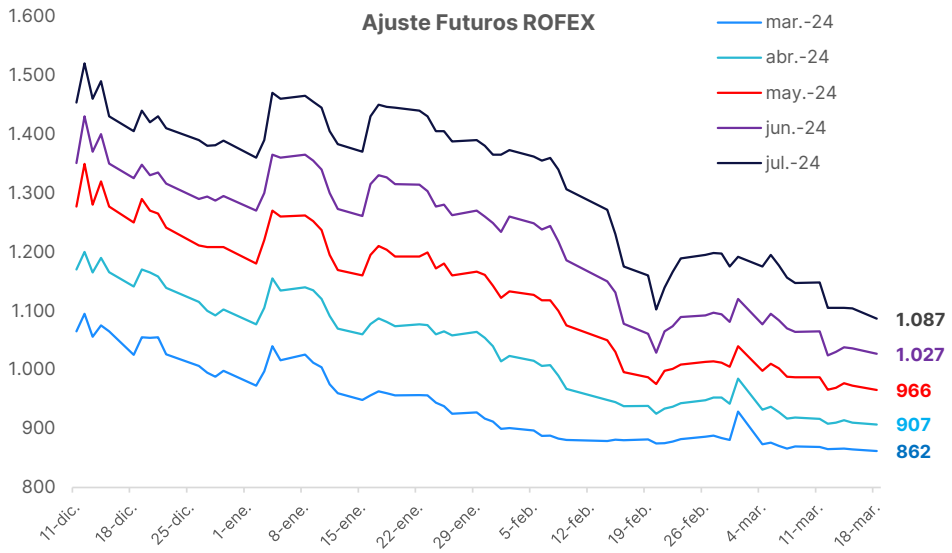
Brecha sigue en mínimos de cuatro años



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones**

Con este panorama de calma cambiaria, **los futuros de dólar siguen plegándose cada vez más al escenario de un crawling peg más duradero en 2%**. Ayer todas las posiciones bajaron por segunda rueda consecutiva, destacándose las de julio y agosto, si bien con escaso volumen operado, con una baja acumulada de 1,7% (1,6% ayer) y 2,1%, respectivamente. En cuanto a las posiciones, que concentran el 90% del volumen, más cortas de la curva, abril cae 0,8% en dos días, mayo 1,2% (0,8% ayer) y junio 1,1% (0,9% ayer). **El equipo económico, por ahora, sigue ganando la pulseada en este mercado, a pesar de que la apreciación real que seguirá profundizándose** (35% desde diciembre) con un ritmo devaluatorio en 2% mensual y una inflación que llegará al dígito recién junio según el REM (8,5%).

ROFEX estira la baja



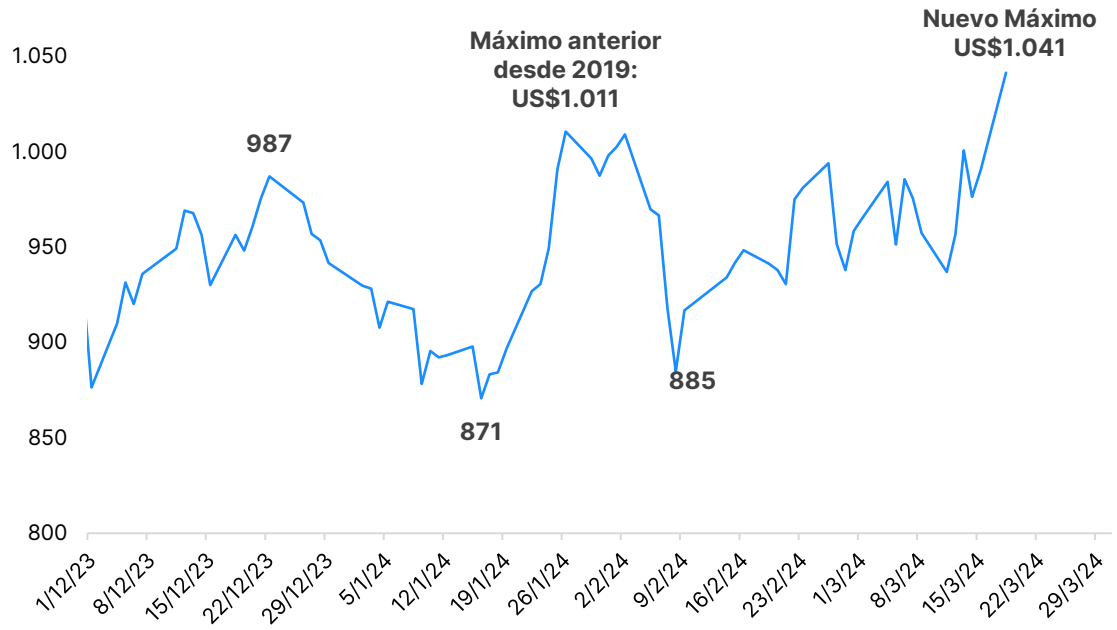
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones**

El Merval alcanzó un nuevo máximo

El principal índice bursátil local rompió su récord desde el 2019. El Merval se posó en US$1.041 al terminar la rueda de ayer, lo que representa un 5,2% de aumento contra el cierre de la última semana. Sin embargo, **el dato más relevante sobre esta suba es que superó en 3% su cotización más alta registrada desde 2019 (US$1.011 el 26 de enero del corriente año).** Entrando en detalle, la suba es atribuida principalmente al aumento del panel líder en pesos (+5,4%), dado que el CCL creció 0,3%. Los papeles argentinos se posicionaron todos en terreno positivo, aunque las subas

más significativas fueron de CEPU (+12,41%), EDN (+12,4%) y BYMA (+8,38%). Por otro lado, la mayoría de los ADRs cerraron positivos a excepción de GLOB (-4,4%), DESP (-1,1%) y BIOX (-0,2%). Similar al mercado local, el podio ganador lo conformaron CEPU (+12,7%), EDN (+11,1%) y PAM (+7,3%).

El Merval en su nivel más alto desde 2019



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

El apetito de los inversores estuvo focalizado en las empresas energéticas, que habían sufrido fuertes recortes en lo que va del año. Entre las medidas que se conocieron en la jornada de ayer y que podrían ayudar a explicar el rally en el sector encontramos: **i) la extensión de las concesiones hidroeléctricas**, como Piedra del Águila (CEPU) aunque solamente por el plazo de 60 días, y **ii) la modificación en la prioridad de pagos de CAMMESA,** que estuvo en el ojo de la tormenta en los últimos días por el retraso en los pagos a las empresas energéticas, tanto generadoras como transportadoras. En este sentido, la normativa le otorga prioridad de pago a las transportadoras por sobre los demás agentes del mercado eléctrico. A su vez, en este mismo mercado, según datos de CAMMESA**, la cobertura de las tarifas eléctricas habría alcanzado el 60% del costo en febrero, un valor relativamente alto en términos históricos, lo cual podría derivar en una normalización de los pagos.**

TECO2: un balance que refleja la aceleración inflacionaria y la caída del salario real

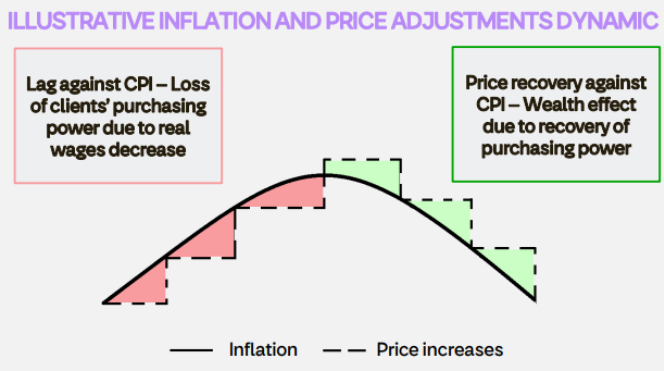
Telecom Argentina presentó los resultados del cuarto trimestre de 2023. En este período, **la compañía registró ventas por $479.044 millones, un 13,0% menos en términos interanuales.** Dado que TECO2 redujo los costos operativos antes de depreciaciones y amortizaciones en 15,4%, principalmente a partir de los costos laborales (-8,7%), comisiones y publicidad (-31,1% yoy) y otros costos operativos (-31,2% yoy), **el EBITDA alcanzó los $123.585 millones (-5,2% yoy)**. No obstante, al incluir depreciaciones y amortizaciones, **la pérdida de la explotación alcanzó los $46.841 millones (-23,6% yoy)**. Producto de los resultados financieros, las pérdidas netas antes de impuestos totalizaron $602.205 millones. Finalmente, dado el crédito por impuesto a las ganancias, **las pérdidas netas fueron de $380.234 millones.**

Dentro de los resultados del 4Q23, **merecen mención aparte los resultados financieros de la compañía, pues implicaron pérdidas por $555.281 millones ($646.530 millones de costos financieros vs $56.898 millones en 4Q22), explicados íntegramente por las diferencias de cambio de deudas financieras ($659.791 millones)** que fueron parcialmente compensada por otros resultados financieros netos. Sin lugar a duda, **la devaluación del 13 de diciembre de 2023 quedó plasmada en el balance, debido a que parte importante de la deuda de Telecom está denominada en dólares**. En este sentido, podemos mencionar que en el período se emitieron Obligaciones Negociables *dollar linked* y UVA, con los que la compañía pudo captar fondos por US$98,2 millones y 94,5 millones UVA ($29.522 millones). Junto con las demás emisiones del período fiscal 2023, la sociedad logró refinanciar US$600 millones en deudas financieras.

Interiorizándonos en los segmentos de una de las principales empresas de telecomunicaciones de Argentina, observamos que **la venta de servicios (92% del total) cayó un 13,5% en el 4Q23 frente al 4Q22**. Los **servicios móviles**, que representan el 39,3% de los ingresos, registraron ventas por $188.404 millones en el trimestre **(-17,8% yoy)**. Los **servicios de internet**, segundos en orden de importancia según ventas (23,0%) **se desplomaron un 20,0% en el 4Q23** (hasta los $110.388 millones). Los **servicios de telefonía fija y datos** (12,1% del total) registraron ingresos por $57.881 millones **(-8,7% yoy)**. Por su parte, los dos segmentos de venta de servicios que crecieron en términos reales frente al 4Q22 fueron **servicios de televisión por cable (+3,5% yoy)**, que reportó ingresos por $79.200 millones (16,5% del total), y **otras ventas de servicios (+61,8% yoy)**, que logró ventas por $5.775 millones. Cabe mencionar que la **venta de equipos** (representa cerca del 8% del total) también **cayó en 5,7%** frente al 4Q22.

La caída en las ventas en casi todos los sectores de la compañía puede explicarse por la aceleración inflacionaria y la caída en los salarios reales del último trimestre de 2023, pues no fue posible transferir totalmente a los usuarios, vía subas de precios, el incremento de los costos. En esta línea, TECO publicó un gráfico en su presentación de resultados que denota optimismo respecto de la capacidad de recuperación en términos reales de las tarifas en un eventual escenario de baja de la nominalidad de la economía, lo que permitiría mejorar los ingresos por ventas perdidos como consecuencia de la inflación.

Dinámica de ajuste de precios e inflación

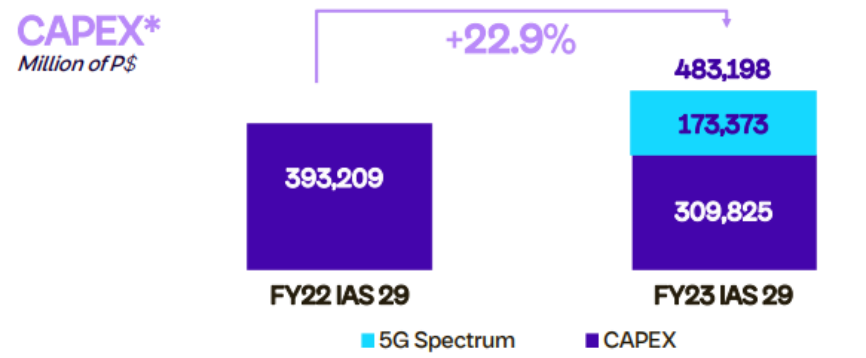


Fuente: Presentación de Resultados Telecom

En cuanto a la evolución de las inversiones de la compañía, TECO2 realizó desembolsos por $568.817 millones durante el año (+24,0% vs 2022). Entre los principales objetivos de los gastos de capital encontramos: expandir los servicios de televisión por cable e internet y el despliegue y modernización de sitios de acceso móvil 4G que alcanzó el 98% de la población en 2.032 localidades del país. Además, **Telecom Argentina adquirió espectro de la banda de 3,5 MHz, que marcó un hito inicial para el despliegue de tecnología 5G en el país. Actualmente cuentan con**

más de 100 sitios funcionando con esta tecnología. Cabe mencionar que las inversiones sin considerar las altas por derechos de uso estuvieron afectadas por restricciones a las importaciones y totalizaron $483.198 (22,9% vs 2022).

Inversiones en CAPEX



Fuente: **Presentación de resultados Telecom**

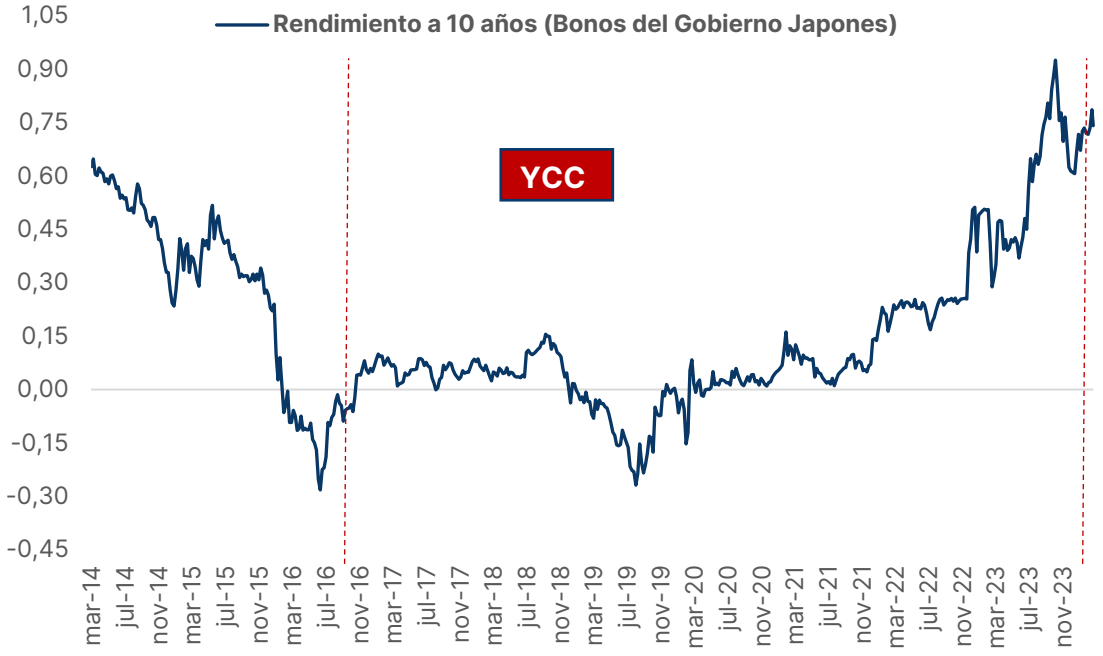
Como comentario final, **vale la pena mencionar la capacidad del management de TECO para reducir sus costos en términos reales y compensar parcialmente el efecto de los menores ingresos**. Sin embargo, la aceleración inflacionaria y la caída del salario real auguran un 1Q24 complejo en términos de ventas para todas las empresas de consumo masivo en Argentina. **Aun en un escenario adverso como el del año 2023, la compañía ha sido capaz de generar flujos de caja positivos lo cual siempre es buena noticia tanto para los tenedores de deuda como para los accionistas de la compañía.**

El Banco de Japón sube la tasa de interés por primera vez en 17 años

El Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) puso fin a ocho años de tasas de interés negativas. Esto representó el primer aumento de tasas por parte de la autoridad monetaria japonesa en 17 años. De esta manera, **estableció la overnight call rate como su nueva tasa de política monetaria ubicándola en el rango de 0%-0,1%, pagando 0,1% a los depósitos en el banco central**. Como adelantamos ayer en nuestro *daily*, era esperable la decisión del *BoJ* ya que la economía japonesa evitó entrar en una recesión en 2023, con el PBI creciendo 0,4% (tasa trimestral anualizada) en el 4T23 vs la contracción del 0,4% que se esperaba. De esta forma, el *BoJ* se convierte en el último banco central en abandonar tasas de interés negativas, y pone fin a una era en la que los responsables de política económica buscaron sostener el crecimiento a través del *"cheap money"*.

Además, **el BoJ también abandonó el control de la curva de rendimientos** (*YCC*, por sus siglas en inglés), política vigente desde septiembre del 2016. ¿En qué consistía el *YCC*? El *BoJ* establecía un *target* específico para los Bonos del Gobierno Japonés (*JGBs*, por sus siglas en inglés) a 10 años, dicho objetivo se ubicaba en torno al 0%. Para sostener los rendimientos de los bonos, el *BoJ* llevaba a cabo operaciones de mercado abierto, comprando activamente y de manera ilimitada *JGBs* al rendimiento deseado. El *YCC* es una herramienta para promover el endeudamiento y la inversión al mantener bajas las tasas de interés a largo plazo. Al reducir el costo del endeudamiento para empresas y consumidores, el *BoJ* tenía como objetivo fomentar la expansión económica y combatir la deflación. Más allá de esto, **el BoJ seguirá comprando "aproximadamente" la misma cantidad de JGBs que antes y aumentará las compras de manera discrecional en caso de que los rendimientos suban rápidamente**, destacando su enfoque en evitar cualquier aumento perjudicial en los costos de endeudamiento.

El BoJ abandona el target sobre la curva de rendimientos
(en %)



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

En este contexto, **el yen se depreció 1,37% frente al dólar**, alcanzando un tipo de cambio de JPY 150,52. Los inversores interpretaron la guía moderada del BoJ como una señal de que el diferencial de tasas entre Japón y Estados Unidos no se reducirá mucho a pesar de la decisión. A su vez, el principal índice bursátil japonés, el Nikkei 225, recortó 0,25% para finalizar la rueda en torno a los US$ 265.9.

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.