

25 de marzo de 2024

Perspectivas de la semana

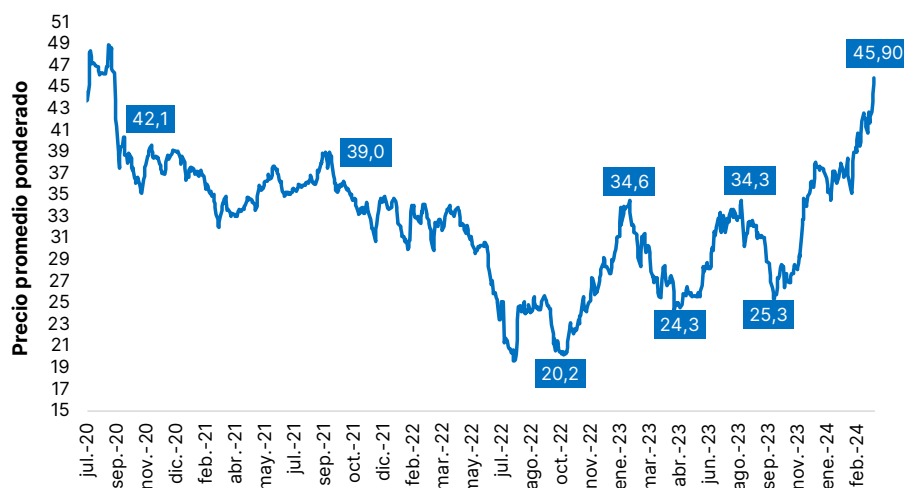
ppi

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

Tremendo rally de la deuda en dólares

La deuda en moneda dura exhibió un increíble desempeño esta última semana. Comentando sobre los Globales, se dispararon entre 7,4% y 10,1% en el periodo. Esto catapultó el precio promedio ponderado por outstanding de este universo hacia los US\$45,9. Específicamente, el título que despertó la mayor atención fue el GD29 (+10,1%). Luego, se posicionaron el GD41, y el GD38 que ampliaron 9,5% y 9,4% respectivamente. Por último, el GD46, GD35 y GD30 escalaron 8,9%, 8,4% y 7,4% cada uno. De esta manera, los Globales se perfilan a tener un mes de altos retornos. En el mes, la curva está devolviendo retornos desde 12% a 17%. Abarcando este punto con más profundidad, en el año la deuda soberana en dólares avanza en promedio 26,7%. Volviendo al movimiento de esta última semana, cabe mencionar que el contexto internacional fue un viento de cola para los soberanos argentinos. En este sentido, el EMB ETF, que está compuesto por bonos emergentes y nos da un pantallazo de cómo estuvo el segmento en términos generales, gozó de una semana totalmente verde y agregó 1,7% a su cotización. Incluso, el Emergin Market Index elaborado por BBG avanzó 1,1% en la semana. Esto se dio en un contexto donde la tasa de los Treasuries a 10 años comprimió prácticamente toda la semana y termino en la zona de los 4,19%.

Evolución del precio promedio ponderado Globales



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

De todas formas, nos parece importante destacar que el contexto internacional no es lo único que impulsa las cotizaciones de los bonos soberanos en dólares. La actitud del Gobierno para honrar las obligaciones de corto plazo, el compromiso fiscal y el saneamiento de los desajustes para dirigirnos a una "normalización" y estabilización económica se suman a los factores internacionales. En cuanto al primer aspecto, el MECON comunicó que el excedente de los vencimientos de la última licitación más la liquidez acumulada del Tesoro serán utilizados para comprar dólares al BCRA con el objetivo de pagar los vencimientos de Globales y Bonares en julio.

Por otro lado, también nos parece importante mencionar la performance de los Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL) esta última semana. Los Bopreal acompañaron el rally de los Globales y se impulsaron entre 2,1% y 9,5%. Los drivers de este desempeño son los mismos factores idiosincráticos que mencionamos más arriba. Los títulos de deuda en dólares ignoran ruidos locales que pueden tener implicancias en el corto plazo (rechazo al DNU de Milei y conflicto con las provincias). En cambio, el mercado local opta por sumergirse en un aluvión de confianza hacia la actual administración impulsada principalmente por el superávit fiscal y comercial en febrero y la re-construcción macroeconómica que está llevando a cabo.

Clave: Para esta semana será importante seguir observando de cerca los acontecimientos en el plano local. Si bien el trabajo fiscal viene siendo muy bueno en los dos primeros meses del año, fue en gran parte por la licuación en términos de jubilaciones y pensiones, recortes en las transferencias a las provincias y retraso de pagos a Cammesa. La administración actual debería seguir con una generación sostenible de reservas, normalización del mercado de cambios y la normalización de los vencimientos en el corto plazo para que el rally continúe. En el frente internacional, esta semana se conocerá el PCE, dato económico que la Fed utiliza para elaborar su proyección de inflación y la consecuente decisión de tasas. En esta línea, el mercado tuvo una reacción positiva la semana pasada a las proyecciones de la Fed luego de mantener la tasa en el rango 5,25-5,5%. Si bien la perspectiva de la Reserva Federal sigue siendo compleja, el mercado temía que la Fed comunicara menos recortes de tasas para este año de lo que finalmente comunicó, lo que es positivo para el segmento de deuda emergente. De todas formas, aguardamos al viernes para conocer el número final y ver qué reacción tiene el mercado.

Compras récord en el MULC ante una demanda que sigue muy restringida

Luego de una escueta compra por US\$67 millones el lunes y una venta por US\$73 millones el martes, las cuales habrían estado influenciadas por el acceso de provincias al MULC para el pago de deuda, el Banco Central compró US\$511 millones entre miércoles y viernes. Así, adquirió US\$505 millones en la semana, acumulando US\$2.621 millones en lo que va de marzo y un récord de US\$11.147 millones en la gestión Milei, aunque las reservas netas mejoraron en una proporción mucho menor. Precisamente, treparon US\$5.347 millones desde -US\$10.889 millones a un estimado de -US\$5.543 millones al viernes. La diferencia entre la acumulación de reservas y las compras netas de la autoridad monetaria se explica por la emisión de BOPREAL, el pago de cupones de los Globales en enero y una fuerte cancelación de la deuda con organismos internacionales (para mayor detalle ver nuestro [último Daily](#)).

Mejora de las reservas netas

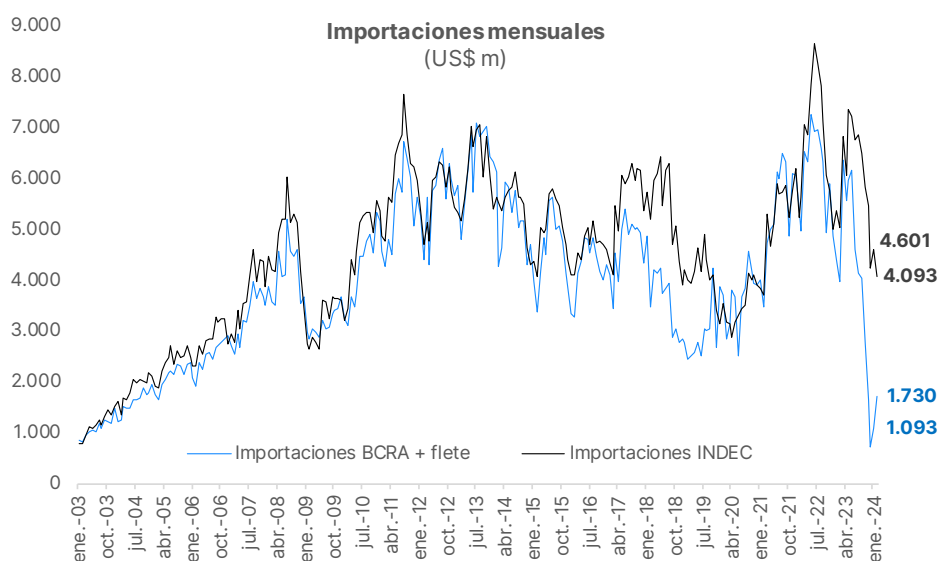


Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Como mencionamos en reiteradas ocasiones, la racha récord de la BCRA se basa en que acapara prácticamente toda la oferta de los exportadores, la cual fluye bajo el *blend* 80/20 en el actual esquema de tasas (*crawling peg*-tasa en pesos) y una brecha cambiaria relativamente baja. Por el lado de la demanda, ésta continúa restringida y casi sin cambios respecto a la gestión anterior.

El informe del BCRA del mercado de cambios de febrero deja en evidencia este punto. Si bien la diferencia entre las importaciones devengadas (INDEC) y efectivamente pagadas (BCRA) se redujo respecto a los dos primeros meses de esta administración, continúa siendo elevada. Las importaciones devengadas fueron US\$4.093 millones en febrero versus US\$1.730 millones base caja (incluye el flete para que sean comparables), por lo que la diferencia fue de US\$2.363 millones. Así, la deuda comercial en la era Milei asciende a US\$9.395 millones al considerar que en diciembre y enero se acumularon US\$3.524 millones y US\$3.508 millones, respectivamente. La leve aminoración en la acumulación de nueva deuda se explicaría por un mayor acceso de los importadores al MULC dado el esquema cuoteado en 25% en plazos de 30/60/90/120 días. Destacamos que la nueva deuda comercial es superior a los US\$7.981 millones emitidos de momento entre las Series 1,2 y 3 de BOPREAL.

La deuda comercial en la era Milei asciende a US\$9.400 millones



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

Clave: Hoy el tercer tramo de 25% de las importaciones comienza a retomar acceso al MULC, dado que las primeras SEDIs fueron aprobadas el 26/12. Esto no implica necesariamente que los importadores vayan a comprar las divisas, sino que a partir de ahora pueden requerir el acceso al mercado oficial. Dicho de otro modo, los importadores podrían elegir hacer *carry trade* con los pesos en vez de comprar dólares oficiales ante la expectativa de que el *crawling peg* se mantenga en 2% mensual en el corto plazo. Ante la cercanía de la liquidación de la cosecha gruesa y el incentivo a los importadores a postergar su acceso al MULC, el BCRA podría seguir teniendo compras abultadas, a pesar del mayor acceso autorizado de la demanda privada.

El Merval cerró con cinco ruedas al alza

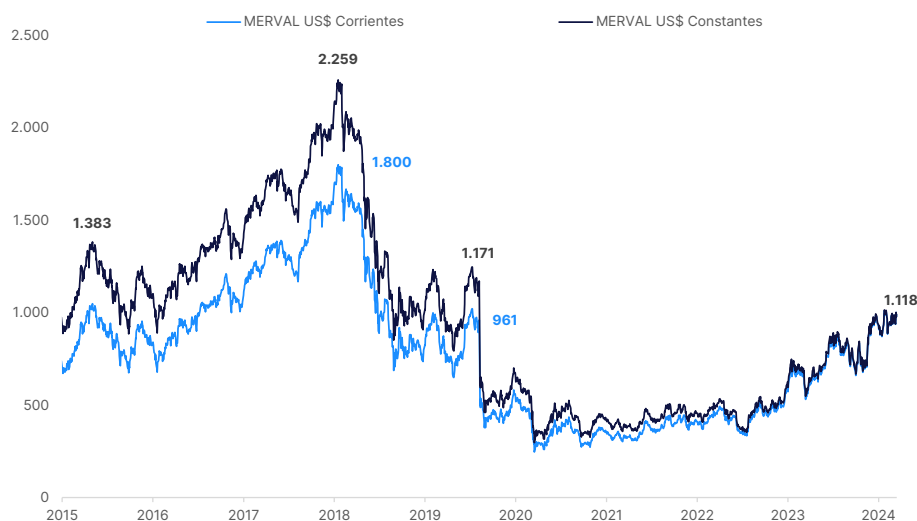
El principal índice bursátil argentino cerró las cinco ruedas de la semana al alza. El viernes aumentó 0,4% hasta los US\$1.118, profundizando el rally. En pesos, el índice se mantuvo prácticamente flat (+0,02%), pero la baja del contado con liquidación (-0,4%) lo impulsó al terreno positivo. El panel líder de la bolsa local tuvo un comportamiento mixto, con subas encabezadas por transportadoras de energía, como TGNO4 (+2,96%), EDN (+2,57%) y TGSU2 (+2,32%), mientras que las mayores bajas estuvieron en materiales y bienes raíces, siendo ALUA (-1,75%), TXAR (-1,60%) e IRSA (-1,51%) sus mayores expositores. Por otro lado, los ADRs cerraron mayormente en positivo con

verdes encabezados por EDN (+4,23%), CAAP (+2,74%) y BMA (+2,07%), mientras que LOMA (-2,19%), GLOB (-2,16%) y BIOX (-1,95%) sufrieron las mayores pérdidas del día.

El Merval mostró un impresionante rally alcista y acumuló una suba del 12,85% en una semana, lo que le permitió tocar valores que no veíamos desde mediados del año 2018. Los papeles que tuvieron la mejor performance en la semana fueron EDN (+22,03%), CEPU (+21,77%) y BMA (+18,94%), en tanto que solamente GLOB (-8,93%) y BIOX (-1,49%) cerraron estas cinco ruedas con pérdidas. Este rally, que podría tener origen en una serie de factores idiosincráticos que mejoraron la percepción de los inversores sobre las empresas argentinas, permitió a las energéticas recuperar parte de la baja que sufrieron desde comienzos de año. Entre estos factores idiosincráticos podemos destacar la seguidilla de superávits gemelos en enero y febrero, la baja de la inflación y ciertos rumores de eventuales avances por un nuevo programa con el FMI. A su vez, cabe preguntarnos si la baja de tasas no funcionó como uno de los catalizadores que despertó este rally. Es factible que, ante los menores rendimientos de las tasas de interés, los inversores hayan encontrado más atractivo al equity local. Después de todo, tampoco hay que olvidar que los precios de las acciones representan el valor presente de sus flujos futuros.

No obstante, si bien el Merval mostró una considerable suba en dólares y a valores corrientes alcanzó números de mediados de 2018, en términos constantes aún estamos en valores posteriores a la crisis de financiamiento del Estado Nacional. Tomando una referencia, en julio de 2019 el índice alcanzó los US\$1.171 en términos constantes. De hecho, para alcanzar el máximo de 2018, el Merval tendría que duplicarse en dólares. De esta manera, podemos preguntarnos si existen las condiciones para que el rally continúe. Hay que recordar que, a mediados de 2019, el gobierno había mejorado los números fiscales, encaminándose al superávit fiscal previo a las PASO (y alcanzándolo virtualmente a fin de año), y tenía el apoyo del FMI. En estos puntos, el contexto no parece diferenciarse. Sin embargo, no existían controles cambiarios tan férreos como los actuales. Otro punto a favor de la situación actual es que la proximidad de las elecciones de ese año ponía un pie sobre las cotizaciones, haciendo primar la cautela. Hoy en día las elecciones de medio término lucen lejanas. En definitiva, el devenir por el momento no es claro. Quizás las definiciones sobre cambios estructurales ayuden a definir el rumbo.

El Merval subió 12,85% en la semana



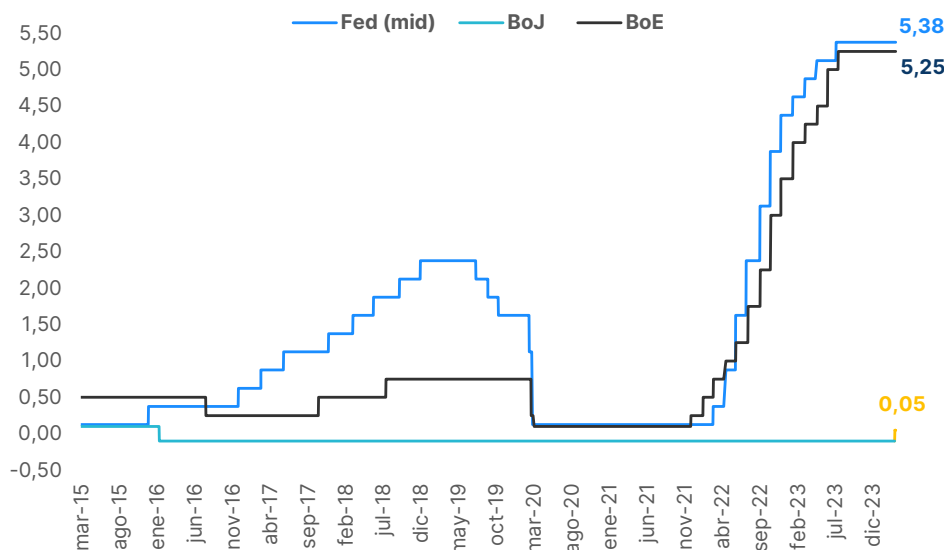
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: Enfrentamos dos semanas cortas que prometen estar cargadas de novedades. En términos políticos, el gobierno intenta alcanzar la sostenibilidad fiscal a partir de la reforma por decreto de la actualización de los haberes jubilatorios por inflación. ¿Lo logrará o será un nuevo revés político? Debe tenerse en cuenta que podría afectar las negociaciones por la nueva Ley Bases y la aprobación del DNU de cara al Pacto de Mayo. En cuanto al equity, existen rumores de la posible compra de HSBC por parte de GGAL, ¿cómo responderá la acción ante una eventual confirmación de la noticia? El último caso conocido en el sector fue la compra de Itaú Argentina por parte de BMA, con buenos resultados para esta última.

El mercado estuvo atento a las decisiones de política monetaria

La semana pasada tuvimos reuniones de política monetaria de distintos bancos centrales alrededor del mundo. El Banco Central de Suiza dio el primer paso, al recortar la tasa de referencia en 25pbs hasta 1,5%, convirtiéndose en el primer banco central en flexibilizar su política monetaria. En este sentido, el miércoles, la Fed mantuvo sin cambios el rango de su política monetaria en 5,25% - 5,5% y reafirmó su proyección de tres recortes en la tasa de interés para este año. Luego, el jueves, el Banco de Inglaterra (BoE, por sus siglas en inglés) dio señales de que están próximos a recortar la tasa de referencia, con dos de sus halcones más fervientes retirando sus votos a favor de más aumentos. El único *outlier* fue el Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés), que subió la tasa por primera vez 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.

Evolución de tasas de política monetaria
(en %)



Nota: El BoJ cambio su tasa de política monetaria en su última reunión, a partir del 19/03/2024 utilizamos la media de la overnight call rate para continuar la serie
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: La semana pasada dejó la sensación de que los recortes de tasa están cerca. Tras el primer paso dado por el Banco Central de Suiza, es probable que otras autoridades monetarias sigan la misma dirección este año. Bajo este marco, los mercados de acciones alrededor del mundo subieron la semana pasada. De esta forma, el MSCI World Index, un índice global de acciones aumentó 1,9% durante la semana pasada. En esta línea, los principales índices bursátiles norteamericanos acompañaron la tendencia mundial. El Nasdaq ascendió 2,9% en la semana, seguido de cerca por el S&P 500 y el Dow Jones que hicieron lo propio en 2,3% y

1,9%, respectivamente. Por su lado, las acciones en Japón volaron a pesar de la suba de tasas, y el Nikkei creció 3,9% en la semana. Además, en el viejo continente, el Stoxx 600 trepó 0,24% y específicamente, en Inglaterra, el FTSE 100 Index sumó 1,5%. Más allá de esto, el viernes el *bull market* se desaceleró y se observó algunas tomas de ganancias. Así, el MSCI World Index cayó 0,2% el viernes. Ese mismo día el S&P 500 retrocedió 0,14% y hoy los futuros del índice comienzan la jornada a la baja (-0,3%). Por su parte, el viernes el Stoxx 600 también bajó, disminuyendo 0,5% en el día. Por último, esta semana, tendremos nuevos datos de inflación, el viernes se dará a conocer el PCE correspondiente al mes de febrero. El mercado espera que la medida favorita de la Reserva Federal se acelere en el margen (0,4% mensual vs 0,3% de enero) similar a lo que se observó en el dato de IPC e IPP. Cabe destacar que este viernes el presidente de la Fed, Jerome Powell, hablará en la conferencia de política monetaria de la Fed de San Francisco.

Lo que Pasó

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
18-mar	US	Construcciones iniciales	Feb	1521K	1425K	1331K
	US	Permisos de Construcción	Feb	1518K	1500K	1470K
19-mar	AR	Balanza comercial	Feb	\$1438M	\$850M	797M\$
	AR	Total Exportaciones	Feb	\$5531M		\$5398M
	AR	Total Importaciones	Feb	\$4093M		\$4601M
CH	CH	5 year Loan Prime rate	Mar	3,95%	3,95%	3,95%
	CH	1 year Loan Prime rate	Mar	3,45%	3,45%	3,45%
20-mar	AR	PIB YoY	4Q	-1,4%	-1,5%	-0,8%
	AR	Tasa de Desempleo	4Q	5,7%		5,7%
	US	FOMC Decisión de Tasa (Techo)	Mar	5,5%	5,5%	5,5%
	US	Solicitudes de Hipoteca MBA	Mar	-1,6%		7,1%
	BR	Tasa SELIC	Mar	10,75%	10,75%	11,25%
	UK	CPI MoM	Feb	0,6%	0,7%	-0,6%
21-mar	UK	CPI YoY	Feb	3,4%	3,5%	4,0%
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Feb	210K	213K	209K
	US	PMI de fabricación EE.UU	Feb	52,5	51,8	52,2
US	US	Venta de viviendas de segunda	Feb	4,38M	3,95M	4,00M
	US	Indice Lider	Feb	0,1%	-0,10%	-0,40%
22-mar	UK	Ventas al por menor inc carb autos YoY	Feb	0,0%	-0,8%	0,7%

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

Lo que vendrá

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
25-mar	AR	Balanza de cuenta corriente	4Q			\$6103M
	US	Ventas de viviendas Nuevas	Feb		675K	661K
	BR	IBGE inflación IPCA-15 MoM	Mar		0,32%	0,78%
	BR	IBGE inflación IPCA-15 YoY	Mar		4,10%	4,49%
26-mar	AR	Indice de actividad económica YoY	Ene			-4,5%
	AR	Indice de actividad económica MoM	Ene			-3,1%
	US	Ordenes Bienes duraderos	Feb		1,2%	-6,2%
CH	CH	Ganancias Indus al día YoY	Feb			-2,30%
	US	Solicitudes de hipoteca MBA	Mar			-1,6%
27-mar	BR	FGV inflación IGPM MoM	Mar		-0,20%	-0,52%
	US	PIB Anualizado QoQ	4Q		3,2%	3,2%
28-mar	US	Indice de precios PIB	4Q		1,60%	1,60%
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Mar		215K	210K
	UK	PIB QoQ	4Q		-0,3%	-0,3%
	UK	PIB YoY	4Q		-0,2%	-0,2%
	JAP	Desempleo	Mar		2,40%	2,4%
	JAP	IPC Tokio	Mar		2,40%	2,5%
	JAP	Producción Industrial MoM	Feb		1,30%	-6,7%
	US	Ingresos Personales	Feb		0,4%	1,0%
US	Deflactor Subyacente PCE YoY	Feb		2,8%	2,8%	

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.