

6 de mayo de 2024

Perspectivas de la semana

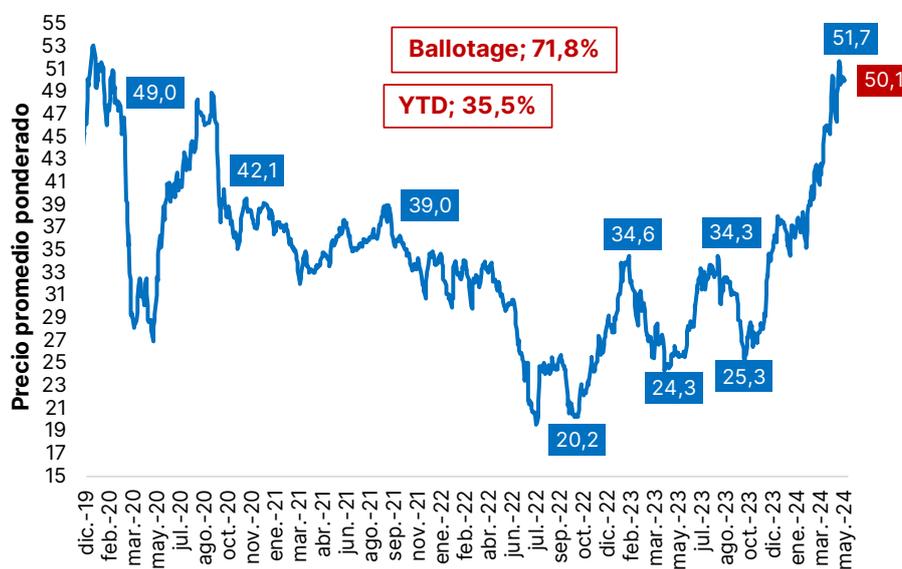
ppi

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

La deuda emergente se destacó esta semana, ¿habrá otro driver para los Globales?

La semana fue muy alentadora para los mercados emergentes. La compresión considerable del rendimiento de los Treasuries de EEUU permitió el buen desempeño de los activos de riesgo. En concreto, la tasa libre de diez años cayó 16 puntos básicos. Al mismo tiempo, el ETF EMB, compuesto de deuda emergente, avanzó 1,1% en el mismo periodo. Recordemos que la Fed mantuvo la tasa de política monetaria con un discurso más *dovish*. A su vez, el informe de empleo de EEUU publicado el viernes permite ser más optimistas respecto a la inflación, y, por lo tanto, sobre el inicio del sendero de baja de tasas. ¿Qué sucedió con la deuda soberana argentina en este marco? A diferencia de sus pares, la semana fue más difícil para los Globales. En cuatro ruedas (el miércoles fue feriado), los bonos argentinos cedieron 0,25% a pesar del moderado rebote del último viernes. Así, el precio promedio ponderado cerró en US\$50,1. Si bien la evolución general fue negativa, algunos títulos de la curva lograron concluir en terreno positivo. Los GD29/38/41/46 exhibieron subas de hasta 0,3%, frente a los descensos del GD30/35 (-0,3% cada uno).

Evolución precio promedio ponderado por outstanding



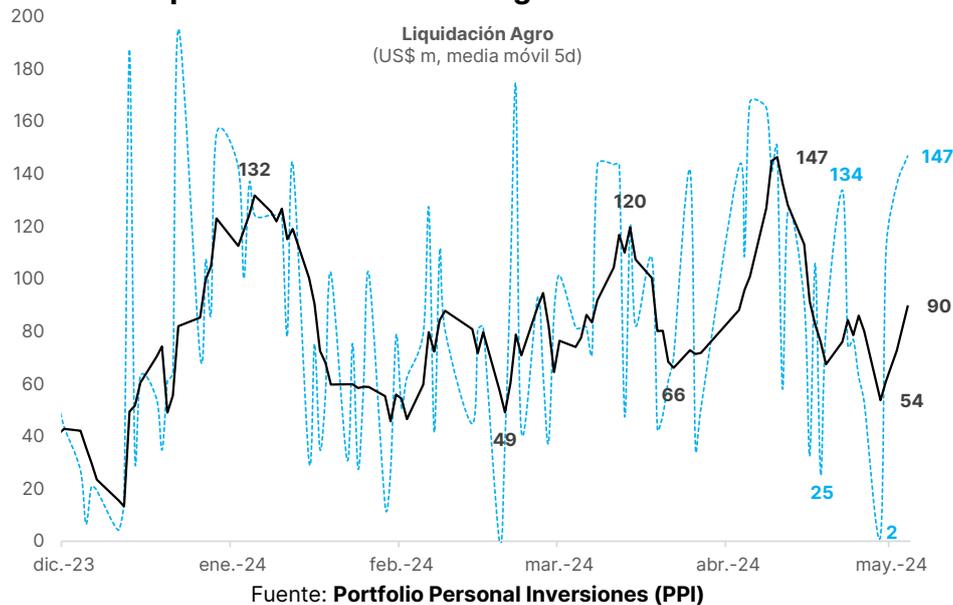
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: los Globales estuvieron desacoplados de sus pares emergentes. A pesar de este revés, los bonos soberanos acumulan un rally de 71,8% desde el ballotage, el cual está explicado en un 86% por el factor idiosincrático. Mirando hacia adelante, esta semana será fundamental seguir de cerca cómo continúa el tratamiento de la Ley Bases. En este sentido, mañana se llevará a cabo el plenario de comisiones de la Cámara Alta para el tratamiento de esta Ley y de los aspectos fiscales. Según dichos durante el fin de semana, los gobernadores patagónicos claves se pondrán firmes en contra del regreso del impuesto a las ganancias, lo que refleja que las negociaciones serán complicadas. Ver [aquí](#) una nota que habla al respecto.

¿Arranca la liquidación de la cosecha gruesa?

A pesar de habernos adentrado en mayo, la liquidación de los exportadores sigue en volúmenes bajos, reflejando un retraso récord de la cosecha gruesa. Si bien la media móvil de cinco días de la liquidación de cereales y oleaginosas repuntó de un mínimo de US\$54 millones el lunes a US\$90 millones el viernes, todavía se encuentra muy lejos de los US\$147 millones de un mes atrás. No queda claro si la aceleración de la liquidación a US\$147 millones refleja una normalización tras el paro de aceiteros de lunes y martes (US\$2 millones liquidados) y el feriado del miércoles o un cambio de tendencia.

La liquidación de la cosecha gruesa viene demorada



Como mencionamos en varios informes, la liquidación del agro está yendo contra la estacionalidad debido a las incesantes lluvias provocadas por el fenómeno climático El Niño. Recordamos que el período de alta estacionalidad de liquidación es entre abril y julio, exhibiendo el mayor salto mensual en abril al reflejar la entrada de la cosecha gruesa. Expertos del sector afirman que la soja cerró el primer mes de la campaña con retrasos históricos. Un informe de la Bolsa de Comercio de Rosario (ver [aquí](#)) destaca que el comienzo de la trilla de la oleaginosa se vio particularmente afectado por la mencionada recurrencia de lluvias. De acuerdo con las estimaciones de la BCR, el avance de la cosecha de soja es de sólo 34% del área sembrada, mostrando el segundo mayor retraso en este siglo. Para tener referencia, el avance de la última cosecha era de 46% en el mismo período. Adicionalmente, los bajos precios locales e internacionales provocan una demora relevante en la comercialización. Al 24/04 apenas 27% de la cosecha de soja había sido comercializada (producción total estimada de 50 MTn), siendo el menor nivel en diez años.

Clave: este sábado ingresaron 1.000 camiones a los puertos, totalizando más de 6.000 ingresos en lo que va de la campaña y, así, superando el nivel de 2022. En consecuencia, hay expectativas de que esta semana comience a acelerarse la liquidación del agro. Esperamos que la oferta de los exportadores se incremente con la liquidación de la gruesa y, como resultado, contenga al CCL por el esquema 80/20%. El principal dólar financiero trepó 2,8% en la última semana impulsado por la nueva baja de tasas del BCRA y, sobre todo, por una menor oferta de los exportadores en este mercado.

MELI tiene motivos para festejar en su aniversario número 25

El gigante del e-commerce latinoamericano, Mercado Libre, presentó los resultados del 1Q24 y superó todas las expectativas. Luego de publicar su balance, las acciones subieron hasta un 9%, impulsados por unos excelentes números. En el primer trimestre de su aniversario número 25, la compañía de origen argentino tuvo ingresos por US\$4.333 millones, un 30% más que en el 1Q23. **El crecimiento se explica por los excepcionales resultados en Brasil (+57 yoy) y México (+59% yoy)** que más que compensaron el pobre resultado en Argentina (-22% yoy), afectados por la endeble posición macroeconómica. Lo que es aún más destacable es que el crecimiento fue muy importante en ambas líneas de negocio: Commerce (+49% yoy) y Fintech (+22% yoy). Por su parte, **los ingresos operativos aumentaron 26% hasta los US\$528 millones.** La mejora se

explica por la mayor publicidad, mayor rentabilidad en las tarjetas de crédito y la dilución de los costos Marketing y desarrollo de productos. **El margen operativo creció 120 puntos básicos**, como consecuencia de una mejora de 620bps en otros países contrarrestadas por una compresión de 500bps en Argentina. De esta forma la participación de Argentina en el ingreso por operaciones de la compañía se redujo a menos del 15%, habiendo sido de 50% un año atrás. Mientras tanto, **los ingresos en otros países crecieron en un 136% en términos interanuales**.

Principales resultados de Mercado Libre

US dollars (millions); three months to March 31, 2024	Total MercadoLibre	ARS denominated	Other currencies
Net revenues and financial income	4,333	615	3,718
Cost of net revenue and financial expenses, and operating expenses	(3,805)	(544)	(3,261)
Income from operations	528	71	457
- YoY growth	26 %	(68)%	136 %
Income from operations margin	12.2 %	11.5 %	12.3 %
- YoY variation	0.9ppts	(17.0)ppts	4.2ppts

Fuente: Mercado Libre

Estos resultados son consecuencia de un fuerte trabajo de la compañía en reducir los costos.

En el segmento de comercio, los costos logísticos cayeron en US\$90M qoq, lo que representa una mejora de 20bps en el volumen total de transacciones. Las inversiones que realizó la compañía le permitieron una mejora en 60bps en los costos netos de envío como porcentaje del GMV (*Gross Merchandise Volume*). Si bien hubo componentes que presionaron los costos al alza, como el nuevo programa de fidelización MELI+ y los gastos para lograr el cumplimiento de los envíos, estos fueron mitigados con mejoras en la productividad y aumentos de tarifas planas. Del otro lado, el sector de créditos afectó parcialmente los márgenes de la compañía debido al aumento en las provisiones para incobrables, sumados a la devaluación del peso argentino.

En suma, **el resultado neto creció un 71% yoy hasta los US\$344 millones, lo que representa un margen de 7,9% y un incremento de 500bps. Ello se explica principalmente por Brasil y México, que han facilitado una combinación de crecimiento, escala y eficiencia operativa.** Cabe destacar también que, con el fin de mantener estas ventajas que demostraron ser sumamente rentables en el trimestre, MELI continuó invirtiendo en CAPEX US\$148 millones, especialmente en lo que a logística se refiere.

Saliendo del estado de resultados, **encontramos algunos números excepcionales del negocio que son el reflejo del crecimiento MELI en el primer trimestre en sus dos líneas de negocios: Marketplace y Fintech.** Dentro del primero, **el volumen de mercaderías vendidas creció más de 30% en Brasil y México** y la cantidad de ítems vendidos trepó más de 25% yoy. La cantidad de artículos por vendedor creció 7% yoy, y los envíos en el mismo día o al día siguiente crecieron más de 16%. Por su parte, **los números de Mercado Pago, el segmento Fintech, son igualmente buenos.** Los usuarios activos mensuales superaron los 49 millones de personas, y los activos bajo administración (AUM) alcanzaron los US\$5.533 millones, un 90% más que en el 1Q23. El AUM en Brasil y México creció más que dos veces y se mantiene el avance en el sector de cuentas remuneradas. El segmento de crédito creció un 46% impulsado por las tarjetas de crédito que sumaron más de 132% con más de un millón y medio de nuevas tarjetas emitidas en Brasil y México.

Evolución interanual de Mercado Libre

(IN MILLIONS, except %) (*)	Three Months Ended March 31,	
	2024	2023
Fintech monthly active users	49	36
Unique active buyers	53	46
Gross merchandise volume	\$ 11,365	\$ 9,434
Number of items sold	385	309
Number of items shipped	379	302
Total payment volume (**)	\$ 40,727	\$ 30,270
Acquiring total payment volume	\$ 30,579	\$ 24,256
Total payment transactions (**)	2,418	1,555
NIMAL	31.5 %	30.6 %
Capital expenditures	\$ 148	\$ 89
Depreciation and amortization	\$ 154	\$ 126

(*) Figures have been calculated using rounded amounts. Growth calculations based on this table may not total due to rounding.

(**) As of January 1, 2024, we no longer include peer-to-peer transactions neither in our TPV nor in our TPN, in accordance with the metrics and underlying criteria used by our Mercado Pago team, which Management then employs to make strategic decisions. Consequently, total payment volume and transactions for the three-month period ended March 31, 2023, has been recast to exclude peer-to-peer transactions

Fuente: Mercado Libre

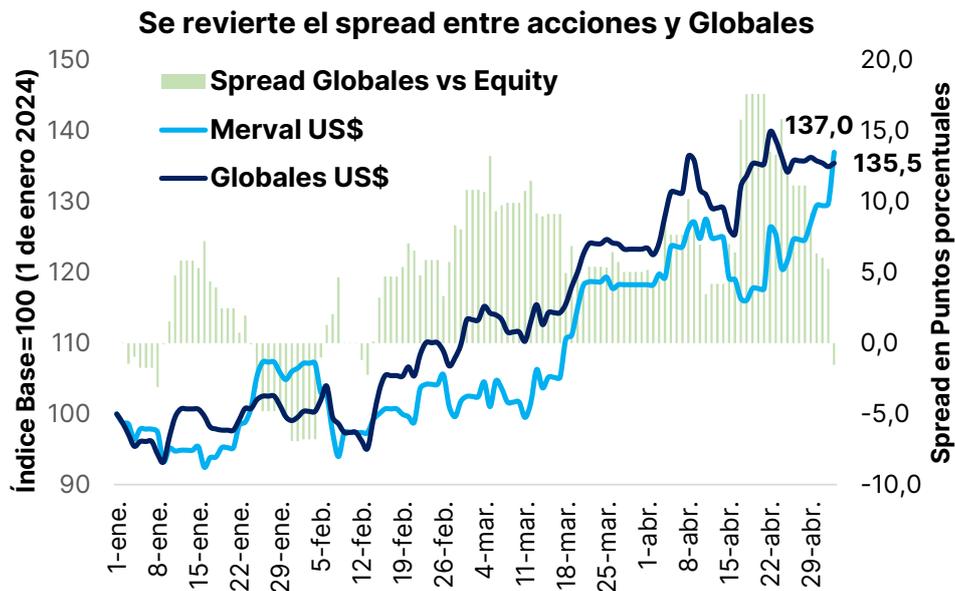
En 25 años Mercado Libre se desarrolló en los segmentos de e-commerce, servicios financieros y tecnología. Además, logró construir la red de *delivery* más rápida y eficiente de la región, que, junto con todo el ecosistema de servicios de MELI, le han otorgado el liderazgo indiscutido en Latinoamérica. Ejemplo de ello es que este año han superado como plataforma de e-commerce al gigante norteamericano Amazon en México. **La empresa mira al futuro con optimismo y ve oportunidades de crecimiento tanto en Marketplace como en los servicios financieros.** A partir de estos resultados, y con el *track record* de los últimos 25 años, se animaron a afirmar que ***the best is yet to come.***

El Merval extendió los máximos

Las acciones argentinas continuaron el rally. El índice de acciones local creció 5,6% en la rueda del viernes y alcanzó los US\$1.290, tocando valores que no se veían desde mayo de 2018, en términos nominales. En pesos, el índice mostró un incremento levemente superior al 6,0%, pero el tipo de cambio implícito (+0,4%) moderó la suba. En la bolsa local, las acciones operaron en positivo con subas encabezadas por TXAR (+9,1%), BBAR (+9,0%) e IRSA (+8,1%). Por su parte, los ADRs cerraron el viernes en la misma sintonía, con impresionantes subas en BBAR (+9,3%), TEO (+8,5%) y MELI (+8,3%). Únicamente DESP (-0,6%) terminó la jornada en rojo. El buen desempeño de MELI se debe a los resultados que presentó en el 1Q24 (para más detalles ver *MELI tiene motivos para festejar en su aniversario número 25*).

El Merval cerró una excelente semana en la que ganó 7,8% y alcanzó nuevos máximos en la era Milei. En la rueda del viernes, luego de la baja de la tasa de política monetaria por parte del Banco Central, las acciones continuaron al alza. Es posible que la búsqueda de rendimientos haya despertado interés en el equity, sumado a que las valuaciones deben subir como consecuencia de la menor tasa de descuento. Al rally de los bancos que se observa desde principios de año, se agregaron en las últimas ruedas las energéticas. En la semana, los ADRs ganadores fueron BMA (+17,2%), MELI (+16,0%) y TGS (+14,2%), seguidos por detrás, aunque con incrementos mayores al diez por ciento, por SUPV (+13,9%), BBAR (13,4%), EDN (+12,3%), GGAL (11,8%), PAM (+10,7%) e YPF (+10,4%).

Atentos al rally de las acciones locales, volvemos a observar la comparación con la deuda local. Hace apenas dos semanas, el Merval había quedado rezagado con respecto a la deuda argentina en dólares en más de 17 puntos porcentuales, medidos desde comienzos de año. Dado que la deuda y el equity tendieron a moverse al unísono, esta disparidad nos llamó la atención. Creíamos, y anunciamos, que esperábamos un recorte en esta divergencia. En los últimos días, y luego del impresionante rally de las acciones, el Merval no solo recortó los 17 puntos, sino que ya supera en 1,5pp a los títulos públicos en rendimientos desde el 1 de enero de 2024. Esto se debe a que, desde el 18 de abril, las acciones subieron más de 18%, mientras que los Globales hicieron lo propio en 1,3%. Ahora quizás la pregunta es si es momento de rotar nuevamente hacia Globales o a las acciones les queda recorrido. Los últimos meses han demostrado que han sido los bonos los primeros en reaccionar, con las acciones haciendo el *catch up*.



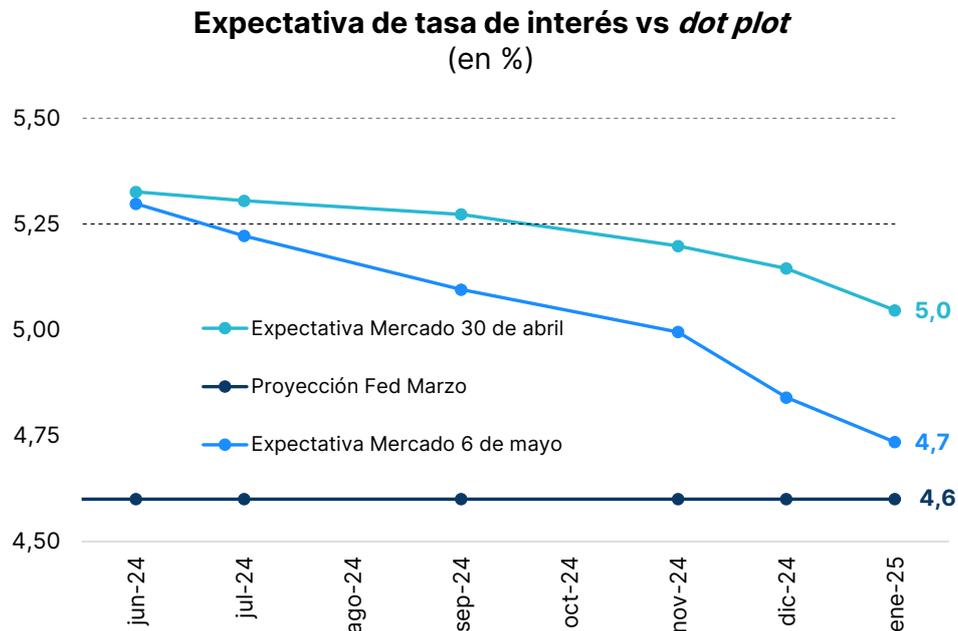
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: esta semana comienza el tratamiento en comisión de la ley Bases y el paquete fiscal en el Senado. Será fundamental el tratamiento que reciban ambos proyectos en esta Cámara, no solo por las ajustadas mayorías que podría conseguir el oficialismo, sino que también porque cualquier cambio en las leyes requerirá de la ratificación de la Cámara de Diputados. En cuanto a las acciones, comienza la temporada de balances en el Merval, con varias energéticas (TGS, TRAN, PAMP, CEPU, YPF, EDN), IRSA, BYMA y LOMA. En el caso particular de las energéticas, los ojos estarán puestos en la demora en los pagos de CAMMESA y cuál es la postura de las empresas respecto de las propuestas que circularon por la prensa en los últimos días. En el agregado, veremos si los resultados permiten extender el rally o si ponen un freno al crecimiento del índice.

¿El dot plot de la Reserva Federal necesita mayor contexto?

El viernes pasado el presidente de la Fed de Chicago, *Austan Goolsbee*, sugirió que los *policymakers* deberían considerar nuevas formas de comunicar su visión sobre las condiciones económicas y cómo estas alimentan su decisión de proyección de tasa. Según Goolsbee, el *dot plot* es simplemente una colección de opiniones sin contenido económico. Es imposible saber, por ejemplo, si un miembro del organismo indica menos recortes porque cree que la economía se está sobrecalentando o simplemente piensa que la economía tiene la capacidad de crecer más rápido y, por lo tanto, puede tolerar tasas más altas. El titular de la Fed de Chicago también señaló que

el objetivo de las comunicaciones de la autoridad monetaria debería ser exponer la justificación de las decisiones de política, y el *dot plot* se queda corto en ese sentido.



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

Clave: en la última actualización de sus proyecciones en marzo, la Reserva Federal mantuvo tres recortes en la tasa de referencia para este año. Debido a la aceleración inflacionaria en el primer trimestre, el mercado había pasado a descontar una sola baja de tasa. Sin embargo, tras los eventos de los últimos días, ahora se prevén dos. Al respecto, luego de la decisión de mantener la tasa, Powell descartó la posibilidad de una suba, al menos en el corto plazo. Esto ya estaba implícito en los precios de los *Treasuries*. Asimismo, el viernes el reporte de empleo evidenció que el mercado laboral podría estar debilitándose. Bajo este marco, las tasas comprimieron a lo largo de la curva la semana pasada. La mayor caída la exhibió el tramo corto, con la tasa a 2 años bajando 18 pbs hacia 4,81%. Por su parte, la tasa de referencia a 10 años cedió 16 pbs a 4,51%. En consecuencia, el spread entre ambas terminó en -31,3 pbs. En cuanto a las noticias económicas para esta semana, el viernes se dará a conocer el índice de confianza del consumidor elaborado por la Universidad de Michigan. En la próxima semana, se publicará la inflación (IPC) de abril. Una mala lectura podría limitar el accionar de la Fed y, en consecuencia, recalibrar las expectativas de baja de tasas.

	PAIS	INDICADOR	PERIODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
29-abr	JAP	Ratio Trabajo-Candidato	Mar	1,28%	1,26%	1,26%
	JAP	Desempleo	Mar	2,6%	2,5%	2,6%
	JAP	Producción Industrial MoM	Mar	3,3%	3,4%	-0,6%
	BR	FGV Inflación IGPM MoM	Abr	0,31%	0,12%	-0,47%
	CH	PMI de fabricación	Abr	50,4	50,3	50,8
	CH	PMI no de fabricación	Abr	51,2	52,2	53,0
	CH	Fab PMI de China Caixin	Abr	51,4	51,0	51,1
30-abr	US	PMI Chicago MNI	Abr	37,90	45,0	41,4
	UK	Aprobaciones de Hipotecas	Mar	61,3K	61,5K	60,4K
	UK	Precio de Casas Nacionales YoY	Abr	0,6%	1,2%	1,6%
	UK	Precio de Casas Nacionales MoM	Abr	-0,4%	0,1%	-0,2%
1-may	US	Solicitudes de Hipoteca MBA	26-abr	-2,3%		-2,7%
	US	ADP cambio de empleo	Abr	192K	183K	184K
	US	ISM Manufacturero	Abr	50,0	49,1	50,3
	US	FOMC Decision de Tasa	Mayo	5,5%	5,5%	5,5%
2-may	US	Balanza comercial	Mar	-\$69,4B	-69,2B	-68,9B
	US	Peticiones Iniciales de Desempleo	Abr	208K	211K	207K
	US	Pedidos de fábrica	Mar	1,6%	1,6%	1,4%
	US	Ordenes de Bienes duraderos	Mar	2,6%	2,6%	2,6%
	BR	PMI de Fabricación de Brasil S&P Global	Abr	55,9		53,6
3-may	US	Cambios en Nominas no agricolas	Abr	175k	250K	303K
	US	Tasa de Desempleo	Abr	3,9%	3,8%	3,8%
	BR	Producción Industrial MoM	Mar	0,9%	1,1%	-0,3%
	BR	Producción Industrial YoY	Mar	-2,8%	-2,6%	5,0%

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

Lo que vendrá

	PAIS	INDICADOR	PERIODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
6-may	AR	Ventas domésticas de vehículos Adefa	Abr			30176
7-may	AR	Ingresos Tributarios Gobierno	Abr			7726.0b
	BR	Producción de vehículos Anfavea	Abr			195751
8-may	US	Solicitudes Hipotecas MBA	May			-2,3%
	BR	Ventas al Por menor YoY	Mar		4,9%	8,2%
	BR	Tasa Selic	May		10,5%	10,75%
	CH	Oferta de Dinero M2 YoY	Abr		8,3%	8,3%
	CH	Exportaciones Yoy	Abr		1,5%	-7,5%
9-may	US	Peticiones Iniciales de Desempleo	Abr		212K	208K
	US	Reclamos Continuos	Abr		1785K	1774K
	JAP	BoP Balanza por cuenta Corriente	Mar			¥2644.2B
	CH	Balanza Comercial	Abr		\$81,35B	\$58.55B
10-may	US	Percepción de la U. de Michigan	Abr		76,2	77,2
	BR	IBGE inflación IPCA YoY	Abr			3,93%
	BR	IBGE IPCA inflación MoM	Abr			0,16%
	CH	IPP YoY	Abr		-2,3%	-2,8%
	CH	IPC YoY	Abr		0,1%	0,1%

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.