9 de mayo de 2024

Daily
Mercados

ppi

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

La deuda en dólares no lo logró este miércoles

Los Globales extendieron las pérdidas del premarket durante el resto de la jornada. Recortaron entre 0,6% y 1,5%, lo que posicionó el precio promedio ponderado por *outstanding* en los US$50,2 ayer. De esta manera, la curva de bonos soberanos en dólares borró los avances de los dos días previos. En cuanto al tramo corto de la curva (GD30 y GD29), fue el que mostró una performance más defensiva retrocediendo 0,6%. Por su parte, el GD35 cayó 0,9% y el GD38 y GD46 cedieron 1,3% ambos. Por último, el GD41 se ubicó al final de la tabla al deslizarse 1,5%. **Cabe destacar que la rueda fue difícil para todo el segmento emergente.** El ETF EMB (compuesto por bonos emergentes y *distressed*) recortó 0,4% en respuesta al alza de las tasas de los *Treasuries* norteamericanos.

En lo que va de mayo, el precio promedio ponderado se sostiene levemente positivo (+0,3% desde último registro de abril). En detalle, en las primeras jornadas de mayo los títulos que se mantienen en positivo son el GD29, GD30 y GD35. Los dos primeros se elevan 0,7% y el último 0,5%. Del otro lado, el GD41 recorta 0,9% y el GD38 y GD46 hacen lo mismo en 0,6%.

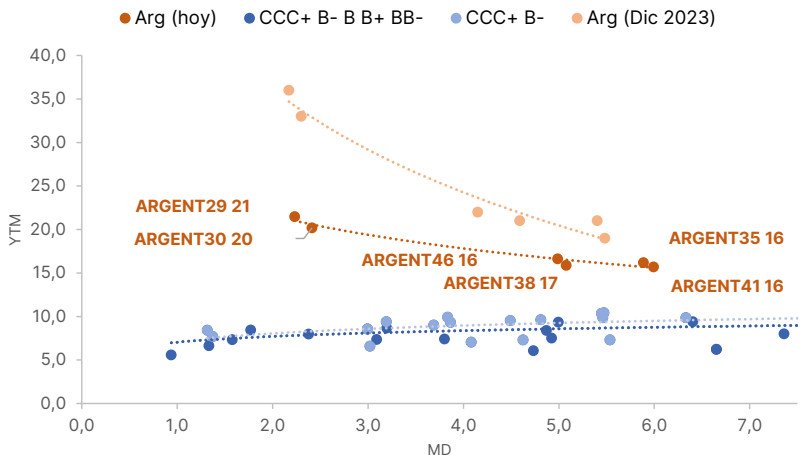
Ante estos movimientos, **volvimos a realizar nuestro ejercicio de normalización de curva**, a través del cual medimos el potencial *upside* que podrían tener los Globales en caso de que se concrete el escenario en el que los bonos pasen a rendir como comparables de calificaciones en el rango CCC+/BB-. **Calculando el retorno total a doce meses vista, teniendo en cuenta los precios estimados, amortizaciones y pagos de cupones, el título más redituable seguiría siendo el GD35.** En conclusión, si bien la curva de Globales viene de una compresión notable desde diciembre de 2023, creemos que todavía hay lugar para el tramo largo.

Curva de argentina vs comparables (Retorno Total 12 Meses)

Actual				CCC+ B-				CCC+ B- B B+ BB-			
Ticker	Precio	MD	YTM	YTM Est.	Precio Est.	Pagos Intermedios	Retorno Total	YTM Est.	Precio Est.	Pagos Intermedios	Retorno Total
GD29	59,56	2,23	21,5%	9,2%	76,76	11,00	47%	8,6%	77,69	11,00	49%
GD30	58,42	2,41	20,2%	9,3%	72,33	12,74	46%	8,7%	73,42	12,74	47%
GD35	46,24	5,89	16,2%	10,5%	71,61	3,88	63%	9,6%	75,37	3,88	71%
GD38	50,64	4,99	16,6%	10,3%	76,80	4,63	61%	9,5%	80,16	4,63	67%
GD41	43,45	5,99	15,7%	10,6%	66,19	3,50	60%	9,7%	69,95	3,50	69%
GD46	47,58	5,08	15,9%	10,3%	68,46	6,15	57%	9,5%	72,02	6,15	64%

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

Ejercicio compresión de curva

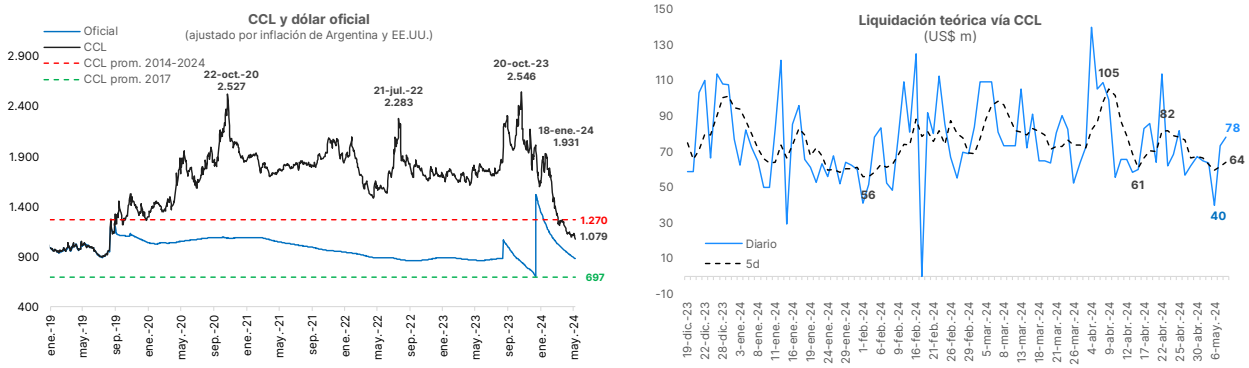


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Salto en la liquidación de exportadores domina el mercado cambiario

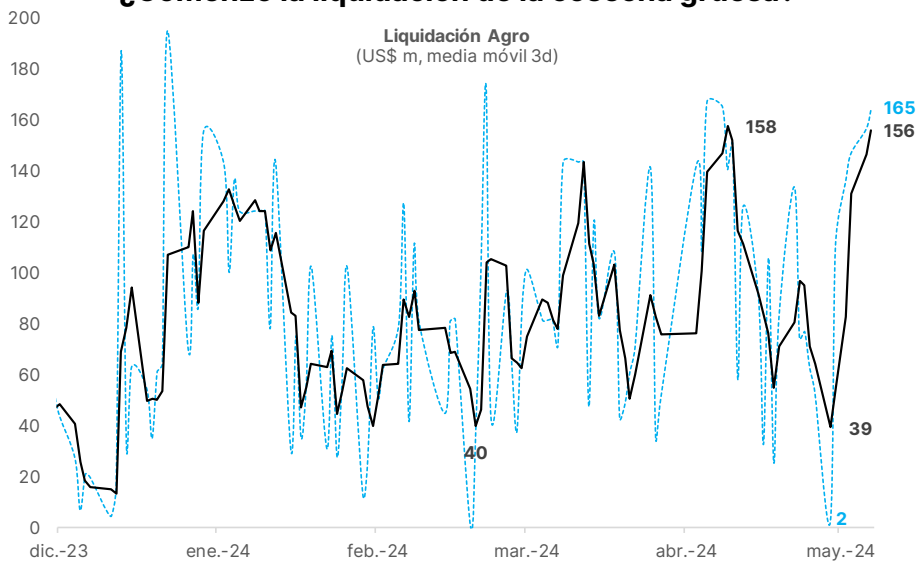
Ayer el CCL hilvanó su cuarta rueda consecutiva a la baja al caer 1,4% hasta $1.079. Si bien se redujo 3,4% en este período, el recorte se concentra mayormente en las últimas dos jornadas en las que disminuyó 2,8%, la mayor baja para este lapso desde principios de marzo. Por ende, se borró gran parte de la suba de 6% que se dio entre el 23/04 y el 02/05, período en el que confluyeron una desaceleración en la oferta de los exportadores bajo el *blend* 80/20% y dos recortes de tasas del BCRA. ¿Qué cambió? **Hay indicios de que la cosecha gruesa habría empezado a liquidarse, lo que aceleró notoriamente la oferta de los exportadores tanto en el MULC como en el mercado financiero**. Como mencionamos en nuestro último Perspectivas, esperábamos ver una mayor liquidación del sector agroexportador producto de que el fin de semana se registró un salto significativo el del ingreso de camiones a los puertos. Al respecto, la media móvil de tres días de la liquidación de cereales y oleaginosas escaló de US$39 millones el 29/04 a US$156 millones al martes (último dato disponible), prácticamente coincidiendo con el pico de la gestión Milei del 09/04. En consecuencia, la oferta teórica vía el CCL casi se duplicó tras alcanzar el lunes un mínimo post devaluación de US$40 millones (excluyendo feriados de EE.UU.). Vuelve a quedar en evidencia que, en un contexto en el cual las restricciones a la demanda permanecieron prácticamente inalteradas a las heredadas por Massa, **el CCL es regido por los flujos del 20% de la liquidación de los exportadores en este mercado más que por los fundamentos macro**.

El CCL cae ante una mayor oferta de los exportadores bajo el 80/20%



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

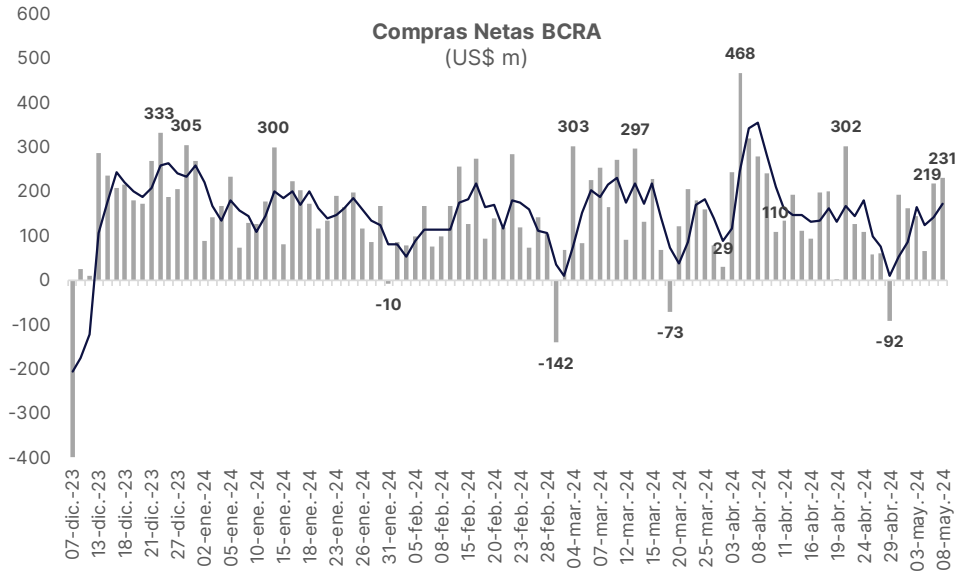
¿Comenzó la liquidación de la cosecha gruesa?



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

La mayor oferta de los exportadores vía el mercado financiero se reflejó en un incremento de igual proporción en el MULC debido al esquema de liquidación 80/20%. El volumen operado en contado inmediato en dólar spot en MAE, proxy del 80% de la liquidación total de los exportadores, trepó de un mínimo de US$159 millones el lunes a US$294 millones el martes y US$313 millones ayer. Como resultado, **el BCRA aceleró su ritmo de compras, al adquirir US$219 millones y US$231 millones en los últimos dos días**, los mayores montos desde el 22/04. Estas cifras contrastan significativamente con las compras del lunes por sólo US$65 millones.

Se acelera el ritmo de compras del BCRA

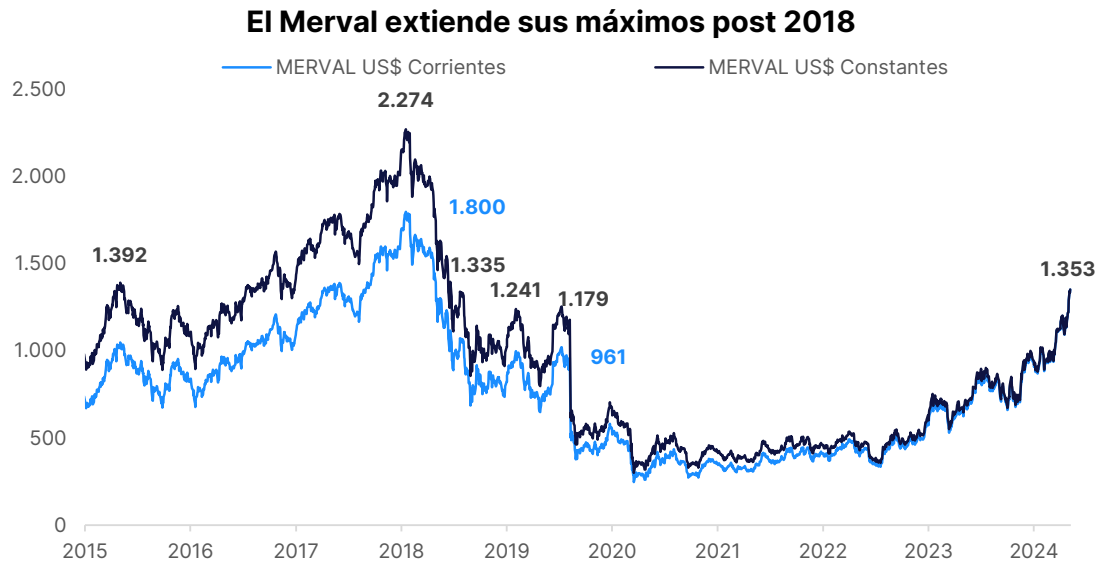


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Pensando en lo que viene, esperamos que, con la liquidación de la cosecha gruesa comenzando a fluir, el CCL se mantenga contenido y las compras del BCRA en el MULC sean voluminosas. **Sin grandes cambios a las restricciones ni shocks de ningún tipo, no descartamos que el dólar financiero profundice su tendencia a la baja y el BCRA mantenga un ritmo de compras elevado**, al menos hasta que cese la liquidación masiva de la gruesa. Cabe recordar que, en años con Cepo, el 63% de la cosecha suele esta liquidado a fin de julio. Dada la demora en la recolección de la cosecha, podríamos pensar que esta marca se corra por lo menos un mes.

El Merval alcanzó un nuevo máximo

El principal índice de renta variable local alcanzó un máximo en términos constantes que no se veía desde mediados de 2018. El S&P Merval subió 1,28% para alcanzar los US$1.353 al tocar la campana. Más en detalle, el panel líder en pesos bajó 1,33%, mientras que el CCL implícito de los ADRs hizo lo propio 2,57%. Adentrando en las variaciones de las acciones locales, **IRS (+3,1%), COME (+2,8%), TECO2 (+1,5%) y MIRG (+0,7%)** fueron las únicas que terminaron en terreno positivo en pesos. En cuanto a los rojos, las más afectadas fueron **TRAN (-4,9%), BBAR (-3,9%) y CRES (-2,4%).** Con respecto al exterior, **los ADRs finalizaron mixtos.** Los aumentos más representativos fueron en **TEO (4,6%), IRS (+4,5%) e YPF (+1,8%)**. En dirección contraria, **GLOB (-1,5%) junto con DESP (-0,9%) y VIST (-0,9%)** fueron los papeles más sufridos.



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

Como mencionamos en nuestro Daily de ayer, **se publicó en el Boletín Oficial una resolución ofreciendo la emisión de títulos para liquidar las deudas impagas por parte de CAMMESA correspondientes a diciembre, enero y febrero.** Sin embargo, **la Asociación de Generadores de Energía Eléctrica de la República Argentina (AGEERA) expresó, por la tarde, su oposición a esa forma de pago** para la deuda por aproximadamente $600.000 millones que CAMMESA tiene con las compañías energéticas. Recordemos que la propuesta consistía en saldar la deuda de diciembre y enero mediante el Bonar con vencimiento en 2038 (AE38), el cual se encuentra cotizando por debajo del 50% de su paridad, y la de febrero en efectivo. Del otro lado, según un medio especializado, **algunas petroleras ya habrían aceptado la propuesta**. Las empresas en cuestión son productoras de hidrocarburos locales como PAE, YPF y Pluspetrol, mientras que las que tienen casa matriz en el extranjero aun no tomaron definiciones.

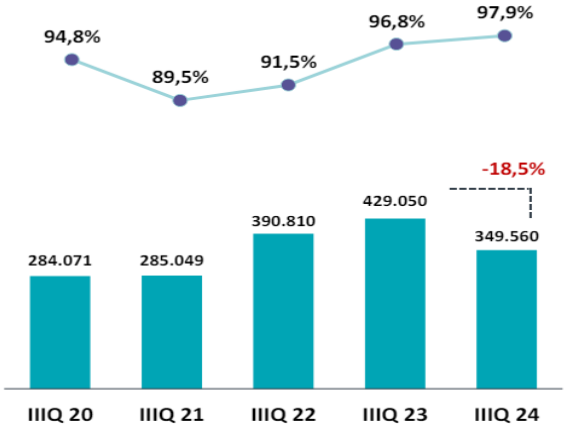
IRSA presentó los resultados de su tercer trimestre fiscal

La compañía recientemente integrada en el panel líder presentó sus números correspondientes al 1Q24 (3FQ24). **IRSA acumuló ingresos por $59.734 millones, frente a los $63.120 millones registrados para el mismo período en 2023.** En cuanto a los costos, fueron menores en comparación al 1Q23, con una diferencia de $2.630 millones a pesos constantes. No obstante, **la compañía registró una pérdida de valor sustancial (-$594.816 millones) en su portfolio de propiedades**, dada la dinámica inflacionaria del trimestre y la estabilidad del tipo de cambio. Así, **presentó un resultado operativo negativo por $568.956 millones.** Consecuentemente, también **el EBITDA fue negativo por $567.589 millones (vs $26.910 millones en 1Q23).** Cabe destacar, que **el EBITDA Ajustado**, que ignora las variaciones en valor razonable de las propiedades, **también registró un deterioro, cayendo 50,8% a $27.329 millones**. Finalmente, gracias a resultados financieros positivos ($89.249 millones) y un crédito impositivo ($147.350 millones), **el resultado neto para el período cerró en -$333.995 millones** (comparable a la ganancia de $50.326 millones en el 1Q23).

En lo que respecta a los negocios más relevantes de IRSA, los **Centros Comerciales registraron ingresos por $27.983 millones, un 18,5% inferiores a los del año pasado**. Si bien el nivel de ocupación se mantuvo flat próximo a 98% (97,9%), **las ventas locatarias cayeron en promedio 18,5%**. En total, las ventas sumaron $349.560 millones (vs $429.050 millones en 1Q23), con Abasto Shopping (-26,4% yoy) y Alto Palermo (-21,7% yoy) liderando en montos, a pesar de

registrar unas de las mayores bajas. En resumen, **la contribución más grande del retroceso provino de los ingresos por comisión de los alquileres**, que se desplomaron 34% a $7.314 millones. De esta manera, **los ingresos por parte de alquileres retrocedieron 22%** ($20.855 millones 1Q24 vs 26.782 millones 1Q23).

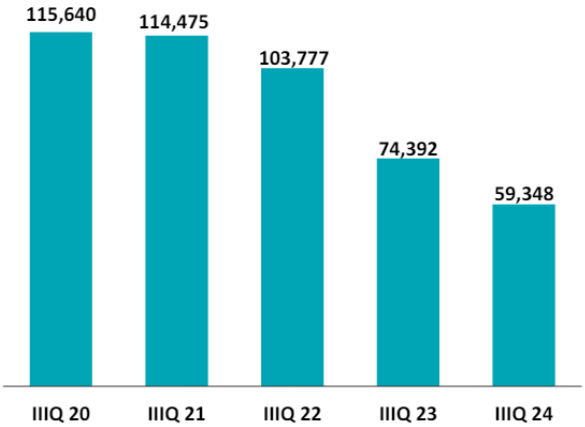
Evolución de las ventas y la ocupación en Shoppings



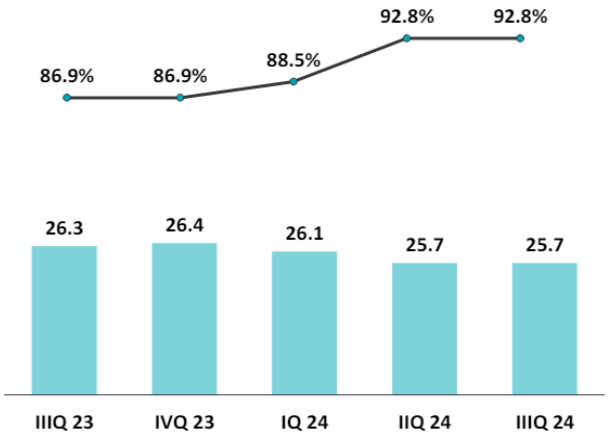
Fuente: **Presentación de Resultados IRSA**

Dirigiéndonos al **segmento de Oficinas, este informó ingresos por ventas, alquileres y servicios por $5.441 millones (+52,9% yoy)**, a pesar de registrar una superficie rentable 20,2% menor (59.348 m2 vs 74.392 m2) y un precio promedio de alquiler por metro cuadrado US$1 inferior (US$24,6 vs US$25,6). Esto se debe parcialmente a la **mejora global en la ocupación total**, siendo que la de las oficinas clase "A+" y "A" fue del 92,8% (vs 86,9% 1Q23) y la de las clase "B" del 46,7% (vs 16,1%).

Reducción de metros cuadrados correspondientes a Oficinas



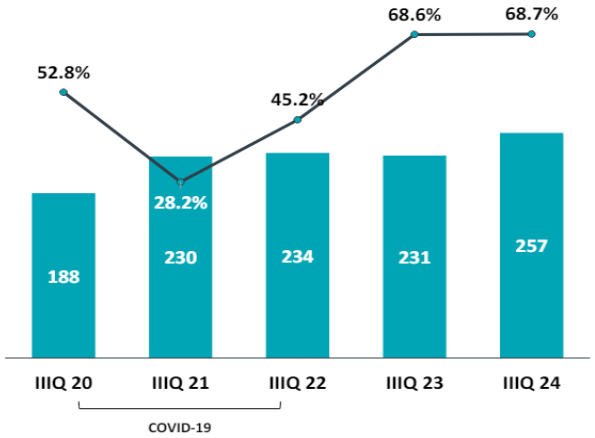
Niveles de ocupación y valor de la renta



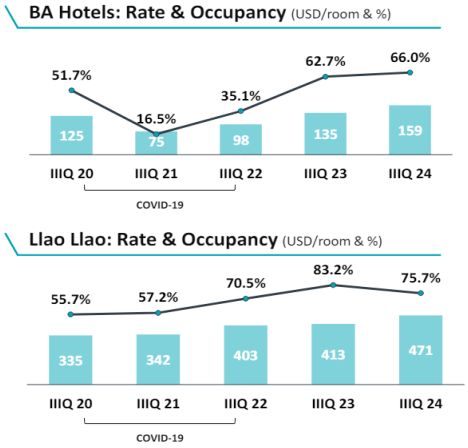
Fuente: **Presentación de Resultados IRSA**

Por su parte, **los Hoteles de la compañía superaron los ingresos del 1Q23 en 20,9%, alcanzando $14.994 millones**. En este caso, el precio promedio por habitación fue el impulsor de la mejora (US$257 vs US$231 en 1Q23), puesto que la ocupación promedio de los hoteles se mantuvo prácticamente flat interanualmente en 68,7%. Hacia adelante, **habrá que ver si la apreciación del peso impacta sobre la demanda**, considerando que en el pasado IRSA se benefició de la competitividad del tipo de cambio.

Promedios de precio por habitación y ocupación



Ocupación y precio por habitación



Fuente: **Presentación de Resultados IRSA**

Durante el primer trimestre del corriente año, IRSA llevó a cabo acciones importantes para fortalecer su posición en el mercado financiero. Esto incluyó programas exitosos de recompra de acciones (el finalizado en enero y el iniciado en marzo), la emisión de Obligaciones Negociables por US$52,6 millones, y su inclusión en índices bursátiles destacados como el S&P MERVAL y el Índice de Sustentabilidad BYMA 2023**. Estas acciones reflejan la estrategia activa de IRSA para optimizar su estructura de capital y crear valor para sus accionistas**. Adicionalmente, el 2 de mayo de 2024, **la compañía aprobó la distribución de un dividendo en efectivo entre sus accionistas**, programado para el 9 de mayo. El mismo será por $55.000 millones, lo que equivale a **$76,1457 por acción y $761,4575 por ADR (*dividend yield* de 6,3%)**.

Hacia adelante, **la compañía enfrenta desafíos importantes**, como la caída de las ventas en sus centros comerciales debido a las consecuencias del ajuste impulsado por el Gobierno. Aun así, **confía en la fortaleza de sus oficinas y hoteles para sostener sus resultados**. Adicionalmente, continuará evaluando oportunidades de adquisición y venta de inmuebles, incluyendo proyectos mixtos como **Costa Urbana, para el cual prevén un comienzo de construcción entre el trimestre corriente y el siguiente**. Se compromete a seguir innovando en proyectos inmobiliarios sostenibles y adaptarse al contexto económico con confianza en su gestión y portafolio de calidad.

Un trimestre con viento de frente para Matba Rofex

Matba Rofex (BYMA: MTR) presentó los resultados del 1Q24 (3FQ24). En el mismo **generó ingresos por ventas por $8.435 millones (-16,7% yoy) a los que se adicionan los ingresos financieros operativos por $2.446 millones (-26,5% yoy)**. Descontando los Gastos operativos que totalizaron los $8.301 millones (-2,3% yoy) llegamos al **resultado operativo del período de $2.579 millones un 48% menos que en el 1Q23**. En el trimestre, los resultados financieros y por tenencia implicaron pérdidas considerables para la compañía, pues las colocaciones en el país generaron resultados negativos por $8.581 millones al tiempo que las colocaciones en el exterior hicieron lo propio en $3.497 millones. En conjunto con las diferencias de cambio generadas por activos y pasivos y el ajuste RECPAM, el resultado del período antes del impuesto a las ganancias fue de una pérdida por $10.265 millones. Así, sumando el crédito del impuesto a las ganancias, **el resultado neto tocó los $8.466 millones negativos**, lo que implica **una pérdida por acción de $86,58 en el trimestre.**

Desagregando los segmentos de negocios de la compañía, se observa que en el 1Q24 **Tecnología** tuvo una participación del 43% (vs 39% en el 1Q23) en el total de las ventas, a pesar de que **las ventas cayeron 8,6% yoy**. Siguieron en participación los **ingresos por Mercados financieros** con un 37% del share de ventas, la misma participación que en el primer trimestre de 2023, aún con **un 17,9% menos de ventas en términos reales**. Finalmente, los **ingresos por Mercados agropecuarios** perdieron 4 puntos porcentuales sobre el total de ventas alcanzando el 18%, dado que las ventas **cayeron en un 32% en términos interanuales**.

Los menores ingresos de la compañía podrían explicarse por la baja en las operatorias en los mercados de cobertura. En primero lugar, el esquema de múltiples tipos de cambio atenta contra el proceso de formación de precios y, por ende, en los futuros. Además**, el hecho de que el *crawling peg* se haya vuelto creíble restó atractivo a la cobertura de futuros de dólar**. Sin lugar a duda, la quita de restricciones a las operaciones en el mercado cambiario y un libre proceso de descubrimiento de precios serían de gran ayuda para potenciar este segmento de la compañía. Por su parte, en el segmento agropecuario, el interés abierto cayó en un 24% yoy hasta 4,95 millones de toneladas. Una mayor volatilidad en los precios internacionales, que han sido bajos internacionalmente durante el trimestre, podría permitir el crecimiento en el volumen negociado de los productos del agro. Esto se podría potenciar si se eliminan las restricciones cambiarias. Intentando contrarrestar esta situación, **MTB creó el índice "dólar Exportación", pero la baja brecha entre los tipos de cambio oficiales y alternativos, en conjunto con las expectativas de unificación del mercado cambiario, quitó atractivo a esta modalidad.** De cara al futuro, Matba Rofex espera ampliar la oferta de otros futuros financieros sobre renta variable y renta fija que tendrían potencial de crecimiento en la medida que mejoren las perspectivas del mercado de capitales local.

Por el lado del segmento de Tecnología, sigue mostrando buenos resultados. Entre los productos, se destacó matriz OMS, que aumentó considerablemente el volumen de transacciones consolidándose en el segmento. En tanto, Lumina tuvo un trimestre de bajos ingresos debido a la baja estacional y ciertas demoras en procesos administrativos. **No obstante, tiene perspectivas auspiciosas de cara al próximo trimestre dada la incorporación de nuevos clientes y sus proyecciones de ventas.**

En suma, no fue un buen trimestre para la compañía dado que el *core* de su negocio se basa en estrategias de cobertura en un contexto que fue desfavorable por diversos motivos. Es lógico que la demanda de búsqueda de cobertura caiga en un entorno en el que permanece el cepo cambiario y la brecha se mantiene contenida en parte gracias al esquema de liquidación de exportaciones 80/20. Como mencionamos, esto es aún más cierto gracias a que el *crawling peg* se ha vuelto creíble. A su vez, por cuestiones operativas y estacionalidad el segmento tecnológico no se vieron los resultados que nos tiene acostumbrados. **En adelante, creemos que este segmento volverá a traer buenas noticias a la compañía, en tanto que la parte *core* del negocio requerirá una liberación del tipo de cambio y un repunte en los precios de los comodities agropecuarios.** No obstante, cabe destacar que el escenario de dolarización, el cual era potencialmente el más preocupante para la entidad por afectar la operatoria de futuros de dólar, parece haber salido de la escena.

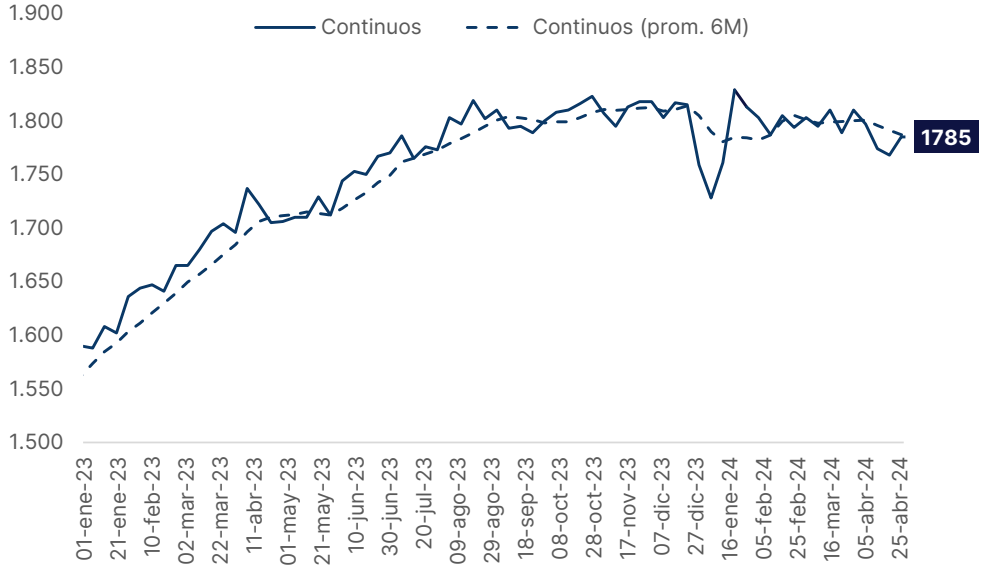
Los datos semanales de desempleo confirman el debilitamiento del mercado laboral

El viernes pasado, **el informe de empleo,** publicado por el Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, **evidenció que el mercado laboral podría estar enfriándose**. Para enmarcar tal situación en la economía norteamericana, debe mencionarse que, el crecimiento de los salarios se desaceleró, lo contribuiría a minimizar los riesgos de segunda vuelta en la inflación. Por otro

lado, la creación de nuevos puestos de trabajo estuvo por debajo de las expectativas del mercado. Todo esto, sumado a la conferencia de Powell en la que mencionó que el FOMC no tiene planeado subir la tasa de referencia en el corto plazo, ayudó a que **los rendimientos de los *Treasuries* comprimieran en los últimos días**. En particular, la tasa de referencia a diez años recortó 10 pbs desde el día previo al reporte de empleo hasta 4,48%, a la vez que el tramo corto (tasa a dos años) bajó en 7 pbs hacia 4,80%.

En este contexto, hoy se dieron a conocer los datos semanales de desempleo. Si bien estos se caracterizan por ser algo volátiles, pueden ofrecer indicios de cómo se encuentra el mercado de trabajo. Veamos que sucedió. **Las peticiones iniciales de desempleo se situaron en 231.000 en la semana que finalizó el 4 de mayo, por encima de las estimaciones del mercado** que esperaba una lectura de 212.000. A su vez, se revisó al alza el dato anterior que pasó de 208.000 a 209.000. En esta línea, **los reclamos continuos por desempleo**, una medida más amplia que incluye a las personas que cobraban el subsidio por desempleo, **alcanzaron los 1.785.000 la semana que concluyó el 27 de abril, superando ligeramente las expectativas** (1.782.000). Además, se revisó a la baja la lectura anterior que ahora se ubica en 1.768.000 (1.774.000 dato previo). En términos generales, **los datos confirman lo que se observó en el informe de empleo del viernes pasado**. Tanto los reclamos iniciales como los continuos por desempleo se han incrementado con respecto a la semana anterior y superan las expectativas. **El debilitamiento del mercado laboral podría ser un indicio de que la política monetaria contractiva de la Reserva Federal está surtiendo efecto.**

Evolución de los reclamos continuos por desempleo
(en miles)



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

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.