

16 de mayo de 2024

Daily Mercados

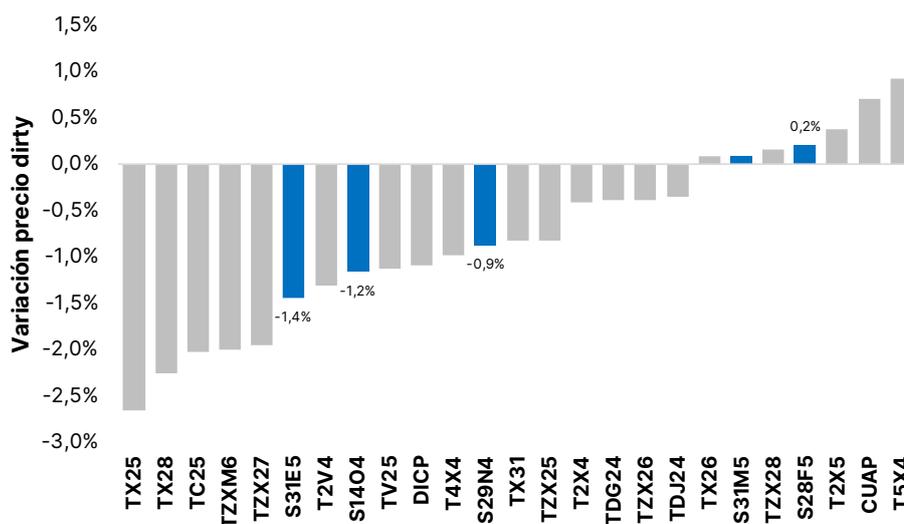
ppi

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

Deuda en pesos: ¿cómo impactaron las maniobras del MECON y el BCRA?

Tras la nueva baja de la tasa de política monetaria y el anuncio de licitación de las nuevas LECAPs, la renta fija en pesos tuvo una reacción mesurada. La LECAP a enero del 2025 (S3135) cayó 1,3%, la de octubre (S1404) 1,2% y la de noviembre (S29N4) 0,9%. Por su parte, la letra capitalizable que caduca en marzo del 2025 (S31M5) fue la única que terminó territorio positivo al aumentar apenas 0,1%. De esta manera, las LECAPs ya emitidas finalizaron con TEMs entre 3,3%/3,6% quedando muy por debajo de las TEM mínimas que ofrecerá el Tesoro en tres de las LECAPs. Por otra parte, la curva CER terminó mayormente a la baja como mostramos en el gráfico.

Desempeño de la deuda en pesos ayer



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

Este desempeño razonable en la tasa fija no nos llamó la atención. Por un lado, el plazo de las LECAPs ofrecidas con TEM mínima no se corresponden con las previamente emitidas. Por otro lado, la TEM mínima se posa considerablemente por encima de la tasa de pases. **Estos dos puntos en conjunto denotan un claro intento del Gobierno por transferir la deuda de la entidad monetaria al Tesoro.** Creemos que esta dinámica aplacó, al menos de corto plazo, el efecto que la política monetaria tiene sobre las curvas de los bonos soberanos. No obstante, es importante tener en cuenta que **es necesario que el BCRA ofrezca puts sobre estos instrumentos para que los bancos puedan migrar de pases a bonos del Tesoro.** De lo contrario, el límite de exposición al sector público (75% de la RPC) evitaría su participación clave en la licitación. Ello derivaría en que, ante la falta de alternativas, eventualmente las tasas vuelvan a arbitrar a la baja hacia niveles correspondientes a la nueva tasa de política monetaria.

Repasando el menú, hoy el MECON ofrece cuatro LECAPs de muy corto plazo de las cuales tres se licitan con tasa mínima. **La parte más atractiva está compuesta por LECAPs que vencen el 14 de junio (S14J4; 4,2% TEM), 1 de julio (S01L4; 4,1% TEM) y 26 de julio (S26L4; 4% TEM).** A su vez, se ofrece una LECAP sin tasa mínima al 30 de agosto de este año (S30G4), tres BONCER al 2025, 2026 y 2027 (TZXM5, TZXM6; reapertura y TZXM7 respectivamente) y el dollar-linked al 30 de junio del año que viene (TZV25).

Por otra parte, como mencionamos ayer, **será interesante ver el efecto que tengan las medidas en los flujos de los Fondos Comunes de Inversión de liquidez inmediata.** La disminución de la tasa de interés de los pases (que impactará tanto en las tasas de cuentas corrientes remuneradas

como plazo fijo), sumado al incentivo de las tasas mínimas en los instrumentos de la licitación, probablemente impulse a la liquidez de FCI "Money Market" (o t+0) hacia títulos del Tesoro o FCI t+1 en su defecto. De hecho, los primeros indicios de este movimiento han quedado plasmados en el mercado. Luego de la estrategia conjunta del Central y el MECON, los Fondos Comunes de Inversión Money Market registraron salidas por \$248.683 millones mientras que los FCI t+1 tuvieron entradas por \$74.405 millones. ¿Irá el remanente a la licitación del Tesoro?

Flujos industria Fondos Comunes de Inversión

	Flujo Diario (neto, en \$M)					
	Industria	T+0	RF T+1 \$	DL	CER	Otros
Abr-15	-539.066	-557.676	24.661	-7.595	10.290	-8.747
Abr-16	123.595	120.792	29.619	-37.766	18.245	-7.295
Abr-17	469.923	436.554	24.482	-6.985	17.093	-1.221
Abr-18	145.246	107.980	22.680	-2.594	8.219	8.961
Abr-19	287.068	237.330	41.972	-3.916	1.157	10.526
Abr-22	-17.155	1.400	10.093	-10.553	-5.776	-12.319
Abr-23	54.576	63.002	8.343	-10.194	2.230	-8.803
Abr-24	134.658	154.331	1.447	-9.876	2.186	-13.431
Abr-25	418.375	477.602	-42.913	-5.526	1.201	-11.989
Abr-26	662.445	614.770	29.521	2.889	5.818	9.447
Abr-29	-281.663	-250.256	-12.149	-3.815	-13.122	-2.320
Abr-30	563.529	480.104	71.979	7.638	-13.297	17.106
May-02	735.546	695.969	562	-7.431	35.166	11.280
May-03	412.311	323.754	72.890	-1.389	1.744	15.311
May-06	-142.987	-133.833	1.631	-14.135	-3.256	6.605
May-07	-174.520	-176.754	18.592	-14.176	3.622	-5.805
May-08	42.635	71.268	-4.093	-14.520	-3.868	-6.152
May-09	22.622	16.113	31.195	-33.605	16.850	-7.931
May-10	3.409	-7.387	36.048	-16.134	-3.096	-6.022
May-13	-827.756	-785.514	4.129	-28.526	-2.530	-15.315
May-14	263.905	213.885	24.172	-19.420	33.630	11.639
May-15	-155.654	-248.683	74.405	-19.916	18.176	20.365

Flujo Acumulado Mensual (neto, en \$M)

Noviembre	399.684	174.495	-122.697	231.298	-7.279	123.866
Diciembre	2.237.891	2.102.462	229.386	-413.796	337.554	-17.747
Enero	687.677	1.023.954	109.108	-382.981	-126.568	64.163
Febrero	-1.915.525	-910.419	-125.948	-489.615	-117.589	-271.954
Marzo	-84.884	-4.287	164.030	-368.810	78.934	45.248
Abril	2.786.779	2.563.560	301.346	-199.275	113.881	7.267
Mayo	179.511	-31.182	259.531	-169.251	96.438	23.975

Flujo Acumulado Anual (neto, en \$mM)

2023	5.760.917	4.468.427	-143.925	544.193	191.175	701.014
2024	1.653.558	2.641.627	708.066	-1.609.932	45.097	-131.301

Fuente Fondos PPI, CAFCI y cálculos propios.

ppi

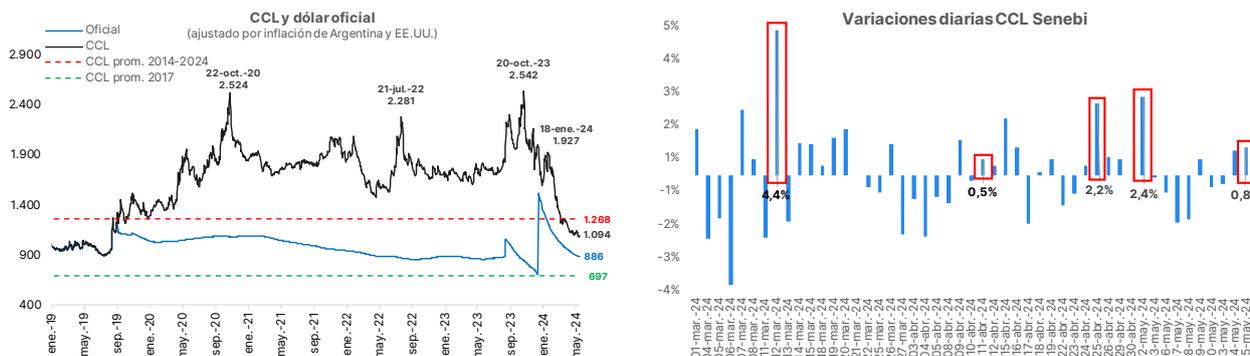
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

CCL al alza tras baja de tasas, pero flujos seguirán imponiéndose

En la primera rueda luego del nuevo recorte de tasas del BCRA, **el CCL rebotó 0,8% a \$1.094**. Este repunte llevó a la brecha cambiaria a 23,5% y la de los exportadores a 18%, manteniéndose ambas en niveles relativamente bajos. Mirando las últimas cuatro bajas de tasas, detectamos un patrón: **la reacción inicial del principal dólar financiero es al alza**. A modo de ejemplo, trepó 4,4% el 12/03, 0,5% el 11/04, 2,2% el 25/04 y 2,4% el 02/05. Sin embargo, en un contexto en el que el BCRA desplomó la tasa de política monetaria de 100% a 40 desde el 11/03, el CCL subió 7,3% frente a una inflación que acumuló 20,8% aproximadamente. Entonces, **¿deja de ser válida nuestra tesis de que el CCL se rige por los flujos más que por los fundamentos macro? No**. Los recortes de tasas **suelen confluir no casualmente con una menor oferta de los exportadores**, lo cual se traduce en una menor liquidación teórica vía el mercado financiero por el *blend* 80/20%. Como muestra, ayer la liquidación teórica vía el CCL se redujo de US\$84 millones a US\$71

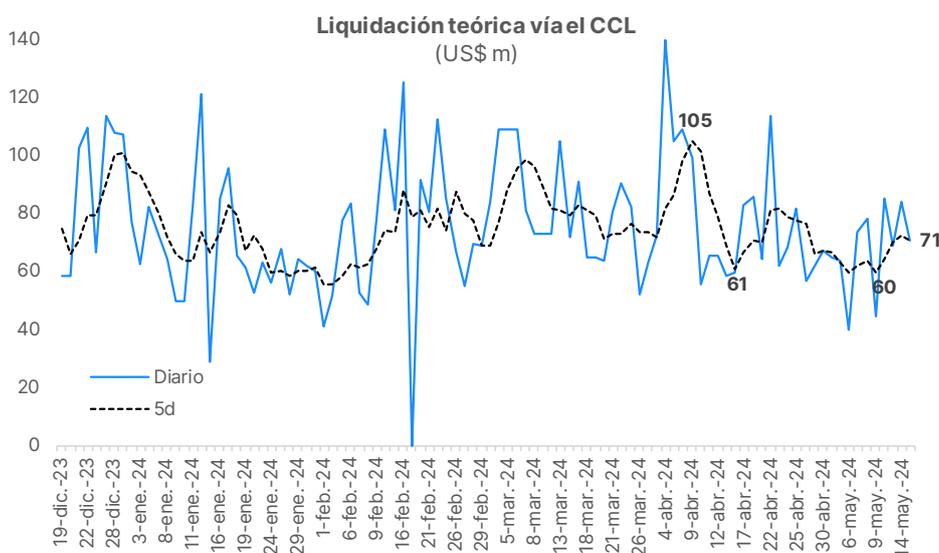
millones. Lejos de ser obra del azar, entendemos que los exportadores desaceleran la liquidación justamente para obtener un mayor *blend* para liquidar. Dado que el esquema 80/20% sigue en pie, el dólar “exportador” se calcula tomando 80% del valor del dólar oficial y 20% del financiero. Con el *crawling* fijado en 2% mensual, la variación del CCL es la que impacta más en el tipo de cambio efectivo de las exportaciones. Por lo tanto, **que los exportadores esperen la reacción del mercado a la baja de tasas para liquidar refuerza la idea de que el CCL aumenta sin su oferta.** Con el correr de las ruedas, termina borrándose la suba exhibida post decisión del BCRA ante una aceleración de la liquidación de los exportadores. Sin grandes cambios en el Cepo, esperamos que el dólar financiero siga contenido en el corto plazo ante una mayor oferta producto de la liquidación de la cosecha gruesa. En definitiva, consideramos que seguirá regido por los flujos como viene sucediendo desde enero. Pensando en los fundamentos, **será clave monitorear el nivel de oferta que reciba el BCRA hoy en la adhesión por el BOPREAL Serie 3** (sólo quedan US\$95 millones de valor nominal a colocar de esta serie). Vale recordar que la semana pasada las empresas que tenían dividendos no girados desde septiembre 2019 convalidaron un CCL de \$1.350, redundando en un *spread* de 24% sobre el CCL del momento y de 52% sobre el dólar oficial.

El CCL aumenta post baja de tasas



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

Los exportadores esperarían la reacción del mercado para liquidar

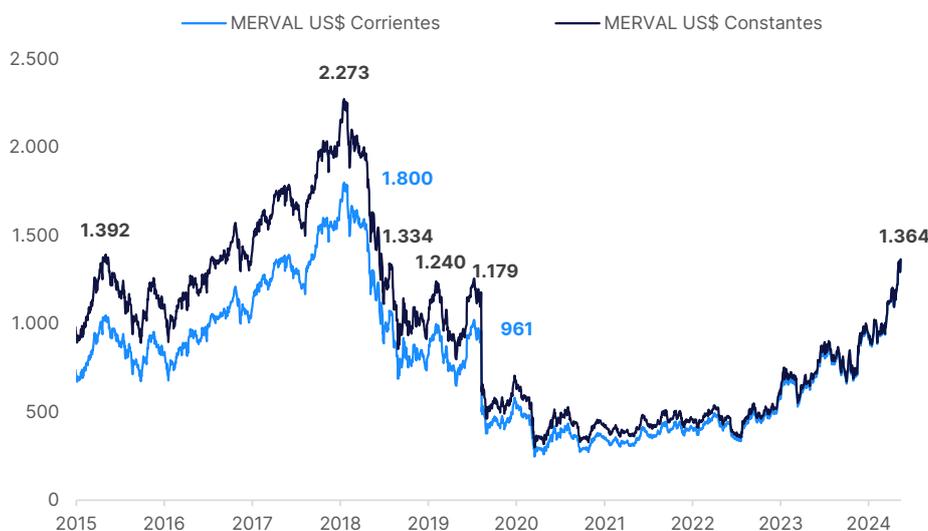


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval consolida su rebote

El principal índice bursátil de renta variable local extendió el repunte del martes en 4,2% y aterrizó ayer en US\$1.364. Cabe destacar que, con esta suba, el Merval alcanzó un nuevo máximo nominal desde mayo del 2018. Además, el índice se acerca a valores no vistos desde junio de 2018 en términos constantes. **En cuanto a panel líder en pesos, este trepó 4,8%, liderado por las alzas en CEPU (+10,5%), TGNO4 (+8,5%) y BBAR (+8,3%).** Sin embargo, la única empresa que se mantuvo al margen de la escalada fue COME, que retrocedió 0,3%. Algo similar sucedió en el exterior, con los **ADRs** locales beneficiándose de la gran jornada para las acciones norteamericanas. Aquí, los papeles que conformaron el “podio” fueron **CEPU (+8,3%), BMA (+5,9%) y LOMA (+5,5%),** mientras que **BIOX (-4,2%)** terminó nuevamente a la baja.

El Merval en valores que no se veían desde 2018



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

Uno de los principales drivers del aumento del Merval habría sido la decisión del Banco Central de reducir nuevamente la tasa de política monetaria, anunciada tras la divulgación del dato de IPC (para más detalles ver el [Daily de ayer](#)). Esta medida podría resultar en que, al disminuir las tasas de interés, el mercado de renta variable se vuelva una opción más atractiva para los inversores en busca de rendimientos. A ello se suma el efecto positivo que constituye para la valuación de los activos una menor tasa de interés para el descuento de los flujos de fondos. Por último, **un factor idiosincrático que también fue bien recibido por el mercado fue el discurso del presidente,** Javier Milei, quien mencionó que “estamos muy cerca de levantar el cepo”.

Por otra parte, **es sabido que los acontecimientos en Estados Unidos poseen un impacto significativo en los mercados globales, incluido el Merval.** La publicación de datos positivos sobre la inflación (IPC) y el *view* positivo expresado por Jerome Powell, presidente de la Fed, generaron un impulso alcista en los principales índices estadounidenses. Además, el MSCI World Index, que refleja las fluctuaciones del *equity* a nivel mundial, registró un incremento de 1,1% ayer. En el mismo sentido, los emergentes (ETF EEM) aumentaron 1,1%. En síntesis, **la baja de tasas, el discurso del presidente y el mejor clima internacional se combinaron para llevar al Merval a un nuevo máximo nominal.**

CRESUD: los ajustes en el valor de las propiedades opacaron la mejora del segmento agro

La primera compañía agropecuaria listada de Argentina, Cresud (BYMA: CRES, NYSE: CRESY), presentó los resultados del 3FQ24. **Los ingresos en el primer trimestre del año alcanzaron \$140.375 millones (+27,7% yoy)** al tiempo que los costos ascendieron a \$77.460 millones (+15,4% yoy). De esta forma, **el resultado bruto totalizó \$61.822 millones (+28% yoy)**. Sin embargo, estos números fueron totalmente opacados por la pérdida registrada en el valor razonable de propiedades de inversión, que alcanzó los \$589.529 millones debido a la alta inflación del trimestre y la estabilidad del tipo de cambio. De esta forma, **el resultado operativo del período fue negativo por \$546.145 millones**. Los resultados financieros positivos por \$194.197 millones llevaron al resultado antes del impuesto a las ganancias a -\$352.400 millones y adicionando el crédito por impuesto a las ganancias (\$141.466 millones), **el resultado del período fue una pérdida de \$210.934 millones (-\$87,23 por acción)**.

Desagregando los segmentos, en los meses que lleva el ejercicio económico de Cresud, **el negocio agropecuario produjo el 57,4% de los ingresos, al tiempo que propiedades urbanas e inversiones fue responsable por el 42,6%** restante. Sin embargo, el último fue responsable solamente del 14,5% de los costos, por lo que, **del total del resultado bruto, el 70,0% fue generado por el segmento de propiedades urbanas e inversiones**. No obstante, a este segmento también se le atribuye la pérdida por cambios en el valor razonable de propiedades de inversión debido al ajuste contable por inflación. Cabe destacar que **el segmento de propiedades Urbanas e Inversiones se desarrolla íntegramente a través de la subsidiaria IRSA**, de la que tienen una participación directa del 54,76% del capital social. Para más detalles de los resultados de IRSA ver el [Daily Mercados del 9 de mayo](#).

La compañía espera que los resultados de la campaña 2024 estén en línea con los del año pasado, aunque en Argentina prevén una mejora dado que la base de comparación considera la fuerte sequía experimentada el año pasado. Durante el trimestre, **Cresud manejó un portfolio de 745.049 hectáreas (has) propias de las cuales 307.525 has son productivas y 437.524 has son reservas de tierras** en los 4 países en los que operan. A su vez, **alquilaron 120.966 has**. No debe olvidarse que uno de los negocios de la compañía consiste en comprar propiedades productivas y venderlas cuando han alcanzado una valuación razonable para reinvertir en campos con mayor potencial de revalorización. En este sentido, el 26 de marzo se concretó la venta de 8.796 has del campo "Chaparral" ubicado en el Estado de Bahía, Brasil. El monto de la operación fue de BRL364,5 millones siendo que la propiedad estaba valuada en libros por BRL34,0 millones. En tanto, **por la producción agropecuaria se registró una ganancia de \$17.818 millones en los 9 meses acumulados del ejercicio**, desde una pérdida de \$1.189 durante el mismo período del año previo. Por su parte, **la producción ganadera generó 7.311 toneladas de peso vivo**, medido como los incrementales netos de cada cabeza de ganado durante el período. El resultado de la actividad hacienda mejoró en términos interanuales como consecuencia de una mejor performance de los precios frente a la inflación y una mayor producción de carne, aunque siguió en terreno negativo (-\$1.858 millones).

Stock de hacienda

Stock de Hacienda	Al 31/03/24	Al 31/03/23	var a/a
Hacienda de Cría	69.677	72.945	-4,5%
Hacienda de Invernada	10.551	5.144	105,1%
Hacienda Ovina	13.642	14.734	-7,4%
Total Hacienda (cabezas)	93.870	92.823	1,1%

Fuente: Cresud

Tierras propias, en concesión y alquiladas.

Propias y en Concesión ^(*) ^(**) ^(***)

	Productivas		En Reserva	Totales
	Agrícolas	Ganaderas		
Argentina	72.077	140.335	318.156	530.568
Brasil	60.550	10.519	74.815	145.884
Bolivia	7.925	-	1.950	9.875
Paraguay	11.964	4.155	42.603	58.722
Total	152.516	155.009	437.524	745.049

^(*) Incluye Brasil, Paraguay, Agro-Uranga S.A al 34,86% y 132.000 has en Concesión.

^(**) Incluye 85.000 has ovinas

^(***) No incluye doble cosecha

Alquiladas ^(†)

	Agrícolas	Ganaderas	Otros	Totales
Argentina	44.852	10.896	-	55.748
Brasil	54.719	700	8.734	64.153
Bolivia	1.065	-	-	1.065
Total	100.636	11.596	8.734	120.966

^(†) No incluye doble cosecha

Fuente: Cresud

La deuda neta de Cresud asciende a US\$299,8 millones, en tanto la deuda neta de IRSA suma US\$201,8 millones. En enero del 2024, la compañía emitió dos Obligaciones Negociables, una Badlar y una *hard dólar* (MEP), por US\$64 millones. En el mismo mes, completó el programa de recompra de acciones habiendo adquirido 13.474.104 acciones que representan 2,27% del capital social. Luego, en abril, nuevamente Cresud emitió un ON *hard dólar* por US\$10,2 millones (CCL). Cabe destacar que el efectivo y equivalentes representan aproximadamente el 32% de las deudas de corto plazo, con lo cual no nos sorprendería ver a la compañía *rolleando* estas obligaciones.

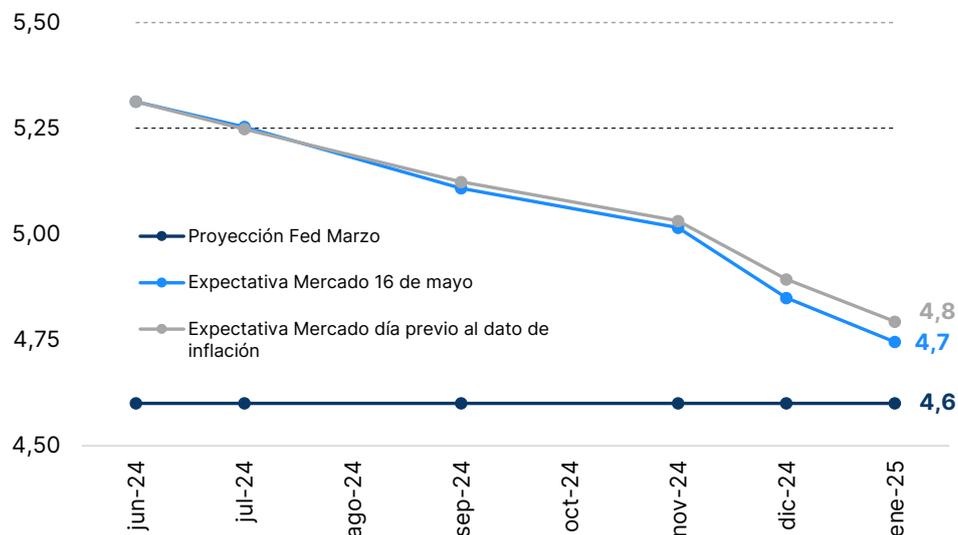
De cara al futuro, Cresud enfrenta una serie de desafíos. En Argentina, si bien la campaña agrícola será mejor a la anterior, **los precios internacionales de los commodities han bajado** con respecto a los del año pasado. A ello se suma que **los precios de los insumos se hallan en niveles elevados** frente al precio de los commodities. **Para la hacienda se esperan buenos resultados** debido a la mejora en los precios. Por último, en materia de real estate, seguirán vendiendo los campos que hayan alcanzado su nivel máximo de apreciación y buscando nuevas oportunidades con potencial de revalorización. En cuanto al negocio de IRSA, la dificultad está en el segmento de centros comerciales por la caída en el consumo, pero muestran excelentes resultados en el segmento de rentas.

¿La Fed le pone paños fríos al *rally* de los bonos?

A pesar de una lectura positiva de la inflación de abril, **los miembros del FOMC no modificaron el tono de sus discursos.** Ayer Neel Kashkari, presidente de la Fed de Minneapolis, repitió que deben mantener el nivel actual de tasas por más tiempo, a la par que puso en duda que los mayores costos financieros estén desacelerando la economía. Los comentarios de Neel son relevantes, ya que es uno de los doce miembros que tiene voto dentro del organismo este año. En esta línea, el presidente de la Reserva Federal de Chicago y el de Nueva York, Austan Goolsbee (no vota) y John William (vota), recibieron de buena manera la desaceleración inflacionaria, pero **necesitan ver más progreso antes de apoyar recortes en las tasas.** Además, hoy hablarán Thomas Barkin, Patrick Harker, Loretta Mester y Raphael Bostic.

Pareciera que los miembros de la Fed no quieren tropezar dos veces con la misma piedra. Recordemos que, a fines de 2023, la Fed ablandó su discurso producto de la desaceleración inflacionaria observada. En consecuencia, el mercado pasó a descontar seis recortes para este año, empujando la tasa a 10 años por debajo de 4% y relajándose **las condiciones financieras, algo que no jugó a favor en la dinámica de la inflación.** Lo cierto es que, ayer luego de conocerse el dato, los rendimientos de los *Treasuries* comprimieron fuertemente. La tasa a dos años recortó 9 pbs hasta 4,72%, mientras que la tasa a 10 años hizo lo propio en 10 pbs a 4,34%. **Es probable que el Board no quiera que haya un nuevo rally en el mercado de bonos, el cual podría volver a relajar las condiciones financieras.** Hoy el tramo corto (dos años) amanece ligeramente al alza (+3 pbs), mientras que la tasa a 10 años se mantiene inalterada. Más allá de esto, el mercado da prácticamente por hecho dos bajas en la tasa de referencia en lo que resta del año.

Expectativa de tasa del mercado vs la Fed
(en %)



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

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@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.