

31 de julio de 2024

Daily Mercados

ppi

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

Finalmente, llegó el canje para el sector bancario

Tras el cierre del mercado, el MECON difundió el llamado de canje a los bancos que revocaron puts. El mismo se llevará a cabo mañana y tendrá fecha de liquidación el lunes 5 de agosto (T+2). Mirando la oferta, se canjean ocho títulos ajustados por CER por cuatro bonos del mismo tipo de ajuste de duration más extensa, y un instrumento a tasa fija (el T2X5 puede canjearse por la LECAP a marzo del 2025, S31E5). Lo llamativo es que no se da el *sweetener* a las entidades de acortar *duration* en sus carteras. Sin embargo, no estamos del todo seguros si ese era el interés del sector dado estos niveles de tasas reales positivas. Por otra parte, Finanzas tampoco estaría ofreciendo un premio significativo en este canje, siendo este premio entre 0,4% y 0,9% para los instrumentos más líquidos. **Lo que es evidente es que Finanzas busca concentrar *outstanding* en menos instrumentos con el objetivo de ganar liquidez**, mientras incrementa ligeramente la vida promedio del stock de deuda. Si bien este canje está destinado exclusivamente al sector bancario, estaremos atentos a la repercusión que pueda tener en las curvas de pesos.

Canje para bancos que aceptaron la rescisión de los puts

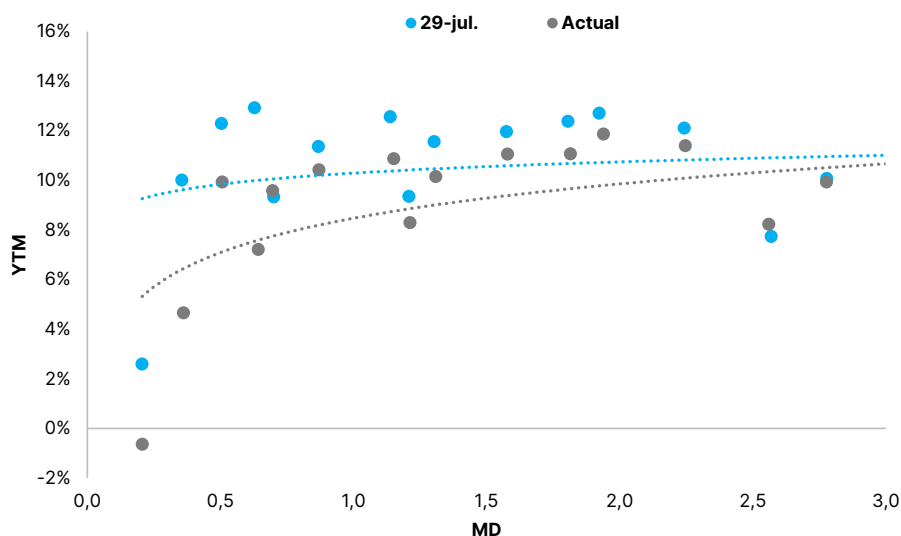
Título elegible	TX25	TZXD5	TZXM6	TZX26	TZXM7	T3X5	T4X4	T2X5	T2X5
Precio Ofrecido	928,0	157,5	126,7	213,1	118,2	446,4	532,2	536,3	536,3
Precio Secundario	851,9	136,9	105,6	173,0	95,0	434,6	533,0	517,3	517,3
Diferencia	8,9%	15,1%	20,0%	23,2%	24,4%	2,7%	-0,2%	3,7%	3,7%
Título a entregar	TZXD6			TZXD7		TZX25	TZXD5		LECAP 31/03/25
Precio Ofrecido	130,8	138,1	143,8	138,0	147,6	167,0	136,0	140,8	115,6
Precio Secundario	121,0	121,0	121,0	112,5	112,5	158,5	136,9	136,9	112,2
Diferencia	-7%	-12%	-16%	-18%	-24%	-5%	0,66%	-3%	-3%
Upside/Downside	0,8%	0,8%	0,9%	0,4%	-5,2%	-2,5%	0,5%	0,8%	0,6%

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

La deuda CER puso un freno al *sell-off*

Tras el *sell-off* de las últimas jornadas, los bonos ajustados por CER se recuperaron y ganaron parte del terreno perdido. Específicamente, el tramo más corto (hasta 2025) avanzó en promedio 1,4% mientras que el tramo medio (2026/2028) exhibió ascensos cercanos a 1%. Mientras tanto, el tramo largo cayó 1,7% en promedio. En simultáneo, los instrumentos a tasa fija continuaron con la tónica alcistas de los últimos días. Así, las LECAPs avanzaron hasta 1%. Ayer mencionábamos que la caída en los instrumentos ajustados por CER y el aumento significativo en las LECAPs indicaban que el mercado esperaba una desaceleración más pronunciada de la inflación para el resto del año. Sin embargo, dado estos movimientos, **dicho *trade* parece haber hecho una pausa ayer**. Veremos en las próximas ruedas si se confirma esta tendencia o si continúa la dinámica de los últimos días.

Rebote en la deuda ajustada por CER (variación 29/7 vs 30/7)

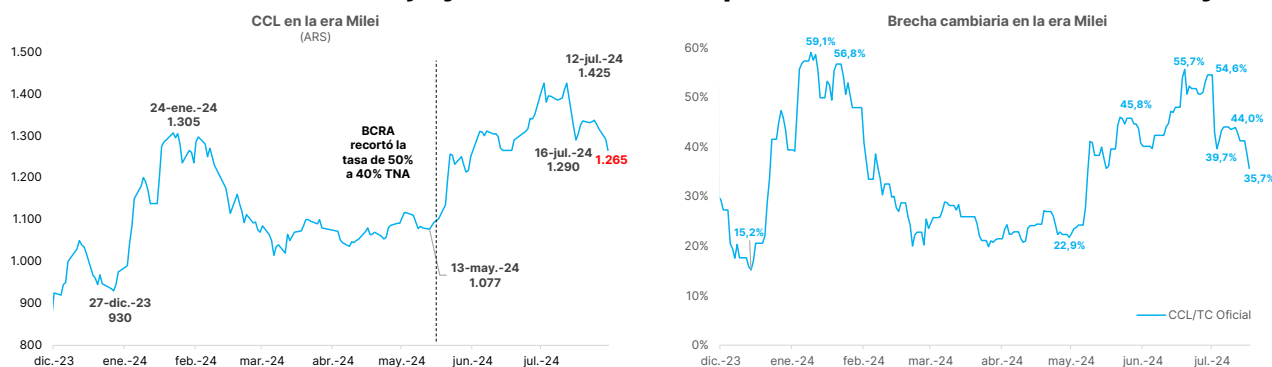


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El CCL extiende su baja y el BCRA sus ventas en el MULC

Tras caer 1,8% el lunes, ayer el CCL profundizó esta tendencia al **recortar 2,1% de \$1.292 a \$1.265**. Así, hilvanó cuatro ruedas consecutivas a la baja en las que mermó 5,4% acumulado. De esta forma, el CCL alcanzó su menor nivel nominal desde que se anunció la intervención (el anterior era de \$1.290 el 16/07) y el más bajo en términos reales desde el 20/05. Según la prensa, en la reunión de ayer entre las ALYCs y el equipo económico, se habría hablado acerca de que el CCL convergería por debajo de \$1.100, valor que **se asemeja en términos reales al previo a las PASO 2019**. Para volver a esta cifra, debería caer 14,9% adicional desde el último cierre.

El CCL extendió su baja y la brecha se desplomó a niveles de fines de mayo

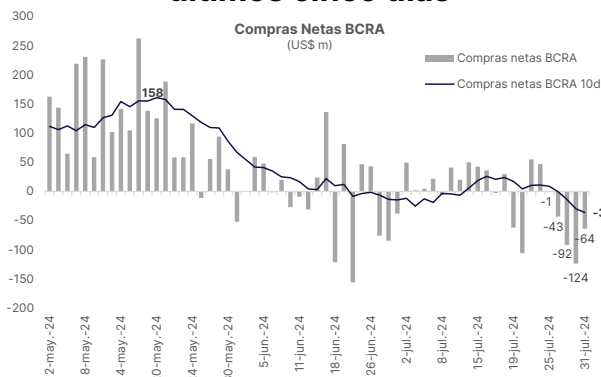


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

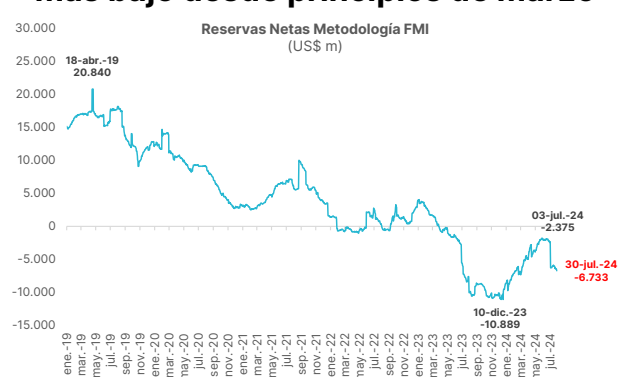
Considerando la baja de 2,1% de ayer, **la brecha cambiaria cedió de 38,7% a 35,7%, el menor nivel desde el 29/05**. Así, quedó atrás su pico de 54,6% previo al anuncio de intervención. Como mencionamos en nuestro [último Daily](#), lo positivo es que la fuerte compresión de la brecha de los últimos días **sería producto de flujo vendedor genuino más que obra del BCRA**. Ayer barajamos varias hipótesis que intentan explicar este hecho. A partir de los trascendidos de la reunión con las ALYCS, a las conjeturas mencionadas se le suma una nueva: todavía podría haber espacio para entrar en estrategias de *carry trade* ante el presunto *view* del equipo económico de que el CCL podría recortar hasta \$1.100.

Dado que la intervención del BCRA en el mercado financiero se habría reducido significativamente, lo que nos preocupa es la pérdida de dólares que está teniendo en el canal oficial. **Ayer vendió US\$64 millones, por lo que desacomuló US\$324 millones en los últimos cinco días, la peor racha negativa para este período en la era Milei.** En consecuencia, **el stock de reservas netas del BCRA se deterioró a un estimado de -US\$6.733 millones**, el menor nivel desde principios de marzo. Aclaramos que esta cifra no considera la venta de ayer de US\$64 millones, por lo que manteniéndose constante el resto de las variables hoy cerraría en torno a -US\$6.800 millones, todavía lejos del stock de -US\$11.000 millones al momento de asumir el nuevo gobierno.

El BCRA vendió US\$324 millones en los últimos cinco días



Las reservas netas cerraron en el nivel más bajo desde principios de marzo

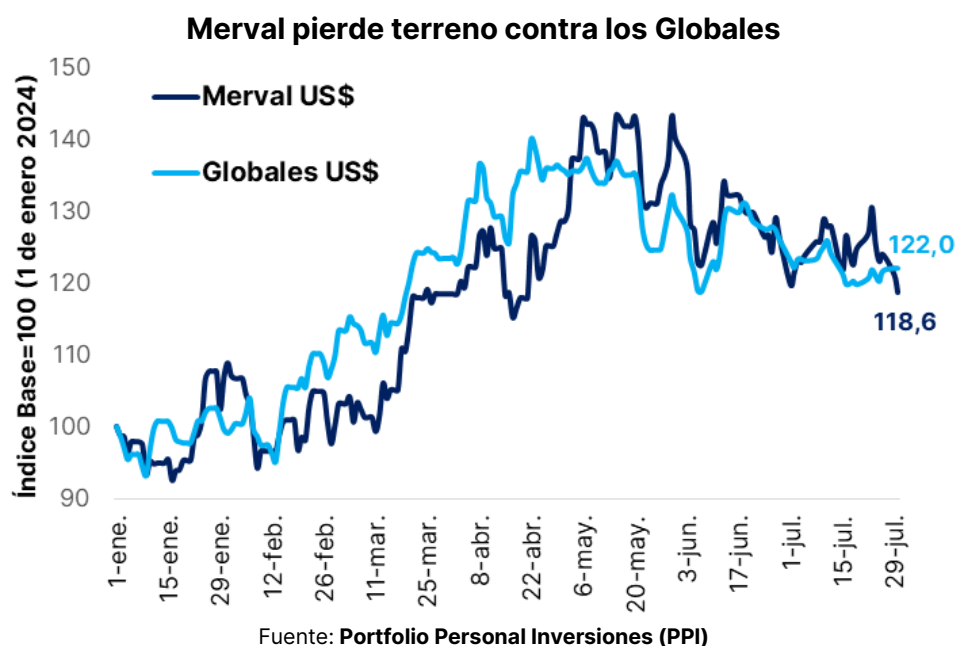


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval volvió a caer

El principal índice bursátil local marcó su segunda rueda consecutiva en rojo, retrocediendo 2,1% hasta US\$1.117. Cabe destacar que este es el precio más bajo desde mediados de abril (US\$1.110 el 19/04/2024). **En pesos, el panel líder cayó 4,7%, mientras que el CCL se movió 2,6% en la misma dirección.** En cuanto a las acciones, todas terminaron en terreno negativo, con **COME (-9,5%), BYMA (-7,9%) y TXAR (-4,9%)** obteniendo las pérdidas más significativas. En *Wall Street*, la tendencia fue similar, con más rojos que verdes, y los **ADRs** que se llevaron la peor parte fueron **VIST (-3,1%), PAM (-3,0%) y CAAP (-2,7%)**. Los únicos papeles que lograron mantenerse al margen fueron **IRS (+0,4%), MELI (+0,3%), GLOB (+0,2%) y BBAR (+0,2%)**.

Con la profundización de la caída del índice observada en los últimos días, resulta útil volver a la comparación con la deuda soberana *hard dollar* para ver donde estamos parados. A diferencia del Merval, la deuda mostró algunos signos de recuperación. **En lo que va del 2024, el precio promedio ponderado de los Globales subió 22% mientras que el índice bursátil aumentó solamente 18,6%.** La caída del Merval y el repunte de los Globales reflejarían un cambio en las expectativas de los inversores, que podrían estar percibiendo un mayor valor en la deuda soberana en comparación con las acciones. Lo que también puede constituir una oportunidad de tomar posición en acciones dado que, si se disipa el ruido de la macro, la renta variable puede tener mucho camino por recorrer.



Por otro lado, la reciente decisión de YPF y Petronas de ubicar la planta de Gas Natural Licuado (GNL) en Punta Colorada, Río Negro, en lugar de Bahía Blanca, generó una fuerte controversia política y económica. La planta, que **requerirá inversiones de aproximadamente US\$30.000 millones**, según un medio especializado, se construirá en un área estratégica cerca de los yacimientos de Vaca Muerta y promete ser la puerta de salida de los hidrocarburos allí extraídos. Esta decisión, que cuenta con el respaldo del gobernador de Río Negro, Alberto Weretilneck, fue criticada por el gobernador bonaerense, Axel Kicillof, quien acusa al presidente Javier Milei de intervenir políticamente en la elección. **YPF y Petronas deberán ahora enfrentar el desafío de definir las especificaciones del proyecto, coordinar con otros productores de gas y asegurar un contrato de inversión**, mientras la decisión provoca tensiones en el ámbito político local y nacional.

TXAR: a la actividad se sumó el litigio

Ternium Argentina presentó los resultados del 2Q24. Los ingresos por ventas ascendieron a \$464.067 millones (vs \$200.460 millones en 2Q23), quedando rezagados frente a la inflación. Tras deducir costos de ventas, el resultado bruto fue de \$50.646 millones, inferior en términos nominales a los \$66.315 millones de 2023. Por su parte, el resultado operativo fue negativo en \$2.859 millones, pero los ingresos financieros permitieron revertir las pérdidas para alcanzar un resultado antes de inversiones en asociadas e impuesto a las ganancias positivo de \$1.094 millones. Adicionando la contingencia del litigio en curso relativo a la compra de la participación en Usiminas (-\$186.716 millones), la pérdida por inversiones en asociadas (-\$7.390 millones) y el crédito del impuesto a las ganancias (\$55.058 millones) se llega a **la pérdida del período de \$137.954 millones (vs \$60.509 millones positivos en el 2Q23)**.

Sin lugar a duda, entre los resultados se destaca la **contingencia relacionada con el litigio en curso por la compra de la participación en Usiminas** por lo que cabe aclarar de qué se trata. La misma consta de una demanda presentada por *Companhia Siderúrgica Nacional* por la adquisición de acciones realizada en 2012. Se alega que en aquella operación debería haberse lanzado una oferta pública a los tenedores minoritarios. Luego de sucesivas instancias judiciales, el pasado 18 de junio el Superior Tribunal de Justicia de Brasil (STJ) resolvió que las sociedades demandadas

deberían pagar una indemnización con relación a la adquisición de Usiminas. **Según menciona TXAR, la cifra podría ascender a US\$205 millones.**

Regresando a las operaciones de Ternium, el mercado local parece mostrar los primeros síntomas de una incipiente recuperación en términos de sus ventas. **Los despachos al mercado local crecieron en 40.100 toneladas (ton) respecto del 1Q24 hacia 363.400 ton, aunque aún están muy lejos de las 541.300 ton despachadas en el 2Q23.** Del lado de los **despachos al exterior**, tal como mencionó la compañía unos meses atrás, se ve un buen desempeño, siendo que **aumentaron 88,3% qoq y 122,0% yoy.** No obstante, **representan menos del 10% del total de ventas.** Según la compañía, la demanda de acero mostró cierta recuperación tanto entre clientes industriales como en el mercado comercial.

Un dato para destacar de la acerera es su capacidad de generar flujos de caja. En el período acumulado enero-junio la variación de efectivo y equivalentes fue positiva en \$5.900 millones. Debe tenerse en cuenta que **se realizaron inversiones por \$151.245 millones en estos seis meses**, donde se destacan la finalización de trabajos en el nuevo centro de distribución de tubos en Rosario, la automatización de una línea de decapado y la renovación del horno de la línea de pintado. Con un ojo puesto en la sustentabilidad también se avanzó en la modificación de los sistemas de aspiración de humos de la acería y en la construcción del parque eólico.

En la segunda mitad del año, la compañía espera incrementar los niveles de producción, lo que le permitiría mejorar sus resultados debido a los altos costos fijos con los que opera una empresa de este tipo. En este sentido prevén una mejora en la demanda de industriales y comerciales, particularmente en sectores vinculados a la energía, minería y maquinaria agrícola. Sin lugar a duda, todo el sector de materiales requiere la recuperación de la actividad económica para mejorar sus márgenes.

Para concluir, repasamos algunos números sobre el valor de la compañía. Actualmente tiene una capitalización de mercado superior a los \$4.000 millones, contando con participaciones accionarias en otras compañías por \$2.231 millones. Además, cuenta con una posición en efectivo y equivalentes (más otras inversiones) por \$1.133 millones y un bajo nivel de endeudamiento. Hoy en día, el precio de la acción en pesos se encuentra en \$901, lejos del máximo nominal de \$1.200 de octubre de 2023, por lo que ha sido una de las rezagadas del 2024. Si bien TXAR es una compañía sólida, el último tiempo los inversores la han utilizado como una cobertura imperfecta contra el tipo de cambio. Así, en tiempos de apreciación cambiaria, resulta esperable que la acción no haya tenido un desempeño sobresaliente. De cara al futuro, es claro que los ojos se posarán sobre la evolución del negocio que vendrá de la mano de la recuperación económica. Ello podría señalar un porvenir auspicioso para la acción. No obstante, si bien no representaría un mayor inconveniente para las finanzas de la compañía, el litigio no deja de ser una nube negra en el horizonte que pueda presionar sobre su performance.

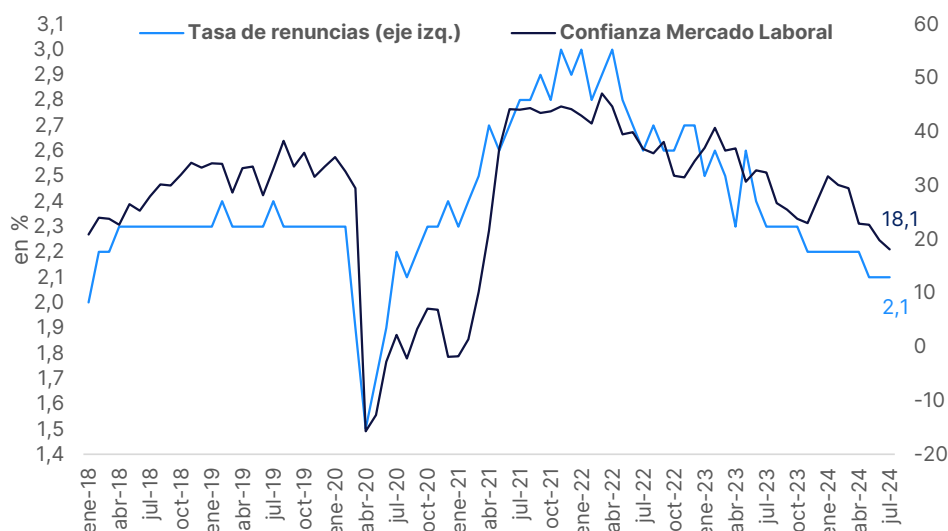
¿La Fed bajará la tasa hoy o recién en septiembre?

Hoy a las 15 horas de Argentina tendremos la reunión de política monetaria de la Reserva Federal. El mercado descuenta que mantendrá la tasa de referencia en el rango de 5,25% - 5,5% y que dará señales de una posible reducción en la reunión de septiembre. Como mencionamos en otros informes, **en los discursos de Powell, el presidente de la Reserva Federal, está cada vez más presente el riesgo de que el mercado laboral se desacelere.**

Al respecto, **ayer se conoció los datos de JOLTS de junio.** En este informe, se publicó **la tasa de renuncias, la cual igualó la lectura de mayo al situarse en 2,1% en junio, muy por debajo de los**

promedios de años anteriores (2023: 2,4% | 2022: 2,8% | 2021: 2,7%) e igualando la de 2020 en plena pandemia. Destacamos que, cuando el mercado laboral está en auge, esta medida suele aumentar, ya que los trabajadores tienen otro empleo asegurado o sienten que pueden conseguirlo fácilmente. Por otra parte, ayer también se conoció **la encuesta de confianza del consumidor del Conference Board**, la cual señaló que la confianza al consumidor con respecto al mercado laboral disminuyó de 19,8 en junio a 18,1 en julio, muy por debajo del 27,3 de diciembre 2023. Por lo tanto, ambos dan indicios de un enfriamiento del mercado laboral.

Evolución del mercado laboral



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** & en base al JOLTS y Conference Board

En igual línea, **hoy temprano se publicó el informe sobre creación de empleo de ADP**. En base a las nóminas nos agrícolas, se crearon 122 mil nuevos puestos de trabajo en julio, ubicándose por debajo tanto de los 150 mil esperados como de los 150 mil registrados en junio.

En otras novedades, ayer **Microsoft informó un EPS de US\$2,95 en el 2T24, por encima del US\$2,94 esperado**, e ingresos de US\$64,7 mil millones (vs. US\$64,4 mil millones previsto). Sin embargo, el servicio de nube Azure, el principal motor de crecimiento de Microsoft en los últimos años, reportó una desaceleración en sus ingresos, por lo que el mercado recibió negativamente la noticia y la acción está cayendo 0,7% hoy. Precisamente, **los ingresos de Azure aumentaron 29%, en comparación con 31% en el período anterior**. Hoy el mercado estará atento a los resultados de Meta, que se anunciarán en el *aftermarket*.

Fuera de Estados Unidos, **el Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés) subió su tasa de política monetaria de 0,1% a 0,25%, alcanzando su nivel más alto desde 2008**. Además, se comprometió a seguir aumentando la tasa si se confirma la perspectiva inflacionaria del banco central. A su vez, anunció que **reducirá las compras mensuales directas de bonos del gobierno japonés (JGBs, por sus siglas en inglés) a aproximadamente ¥3 billones por mes (US\$19,64 mil millones) a partir del primer trimestre de 2026**. En el ínterin, se planea recortar este monto en alrededor de ¥400 mil millones por trimestre, lo que llevará la tenencia total de JGBs a disminuir aproximadamente entre 7% y 8% para el año fiscal 2026. Más allá de esto, el BoJ enfatizó que será flexible con este plan y realizará una evaluación interina en la reunión de junio 2025.

Mientras tanto, **la inflación de la zona euro sorprendió al mercado**. La lectura general se aceleró de 2,5% anual en junio a 2,6% anual en julio, superando las expectativas de los analistas. Al mismo

tiempo, la inflación subyacente se mantuvo en 2,9%, pero también excedió las previsiones (2,8%). Probablemente esto no sea suficiente para torcer el brazo del Banco Central Europeo, el cual volvería a reducir la tasa en septiembre.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@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.