

01 de agosto de 2024

Daily Mercados

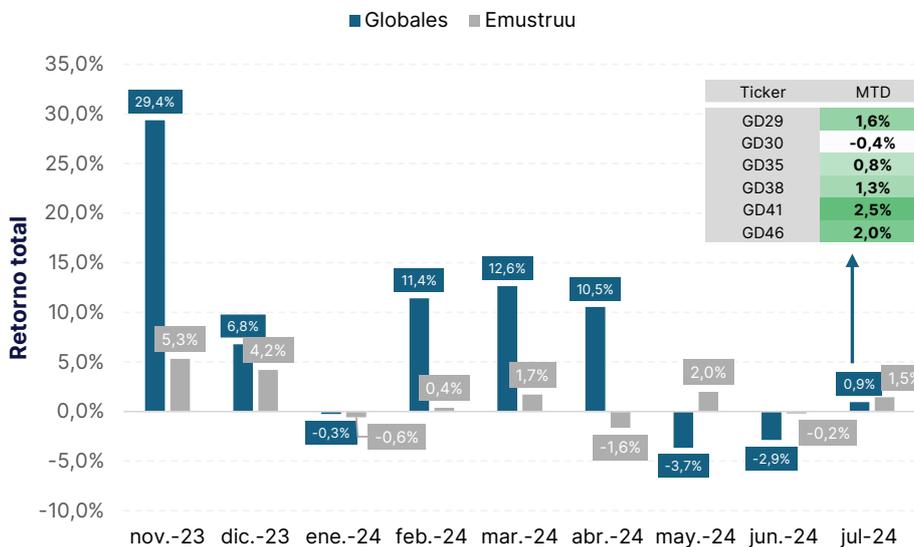
ppi

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

La deuda *hard dollar* cortó la racha de los últimos meses

Luego de caídas en mayo y junio, julio trajo algo de optimismo a la curva de Globales. El encuentro al cierre del martes entre el ministro de Economía, Luis Caputo, y las ALyCs, en el cual se conversó sobre la perspectiva fiscal, el cepo cambiario y recuperación económica, alcanzó para dar vuelta el resultado del mes y terminar con subas de entre 0,8/2,5% (a excepción del GD30). Detallando los movimientos de julio, dentro de los títulos *new indenture* más líquidos, observamos una performance dispar. El GD29 logró un incremento de 1,6% pero su par de cláusulas más flexibles (GD30) descendió 0,4%. Por su parte, el GD35 terminó 0,8% arriba y el GD46 sumó 2%. En el segmento de títulos *old indenture* (GD38/GD41), el GD41 se destacó con 2,5% teniendo el mejor retorno del mes. Por último, el GD38 incrementó 1,3%. Así, los Globales estuvieron en sintonía con los mercados emergentes que también gozaron de un buen mes. En esta línea, el ETF EMB, compuesto de bonos emergentes, y el índice elaborado por BBG, Emustruu Index, avanzaron 2,2% y 1,5% respectivamente en julio.

Retorno total del precio promedio ponderado vs Emustruu



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

Más allá de que en términos generales, el mes fue optimista para la deuda de alto riesgo a nivel mundial, **nos parece importante resaltar los factores idiosincráticos que podrían haber impulsado a los Globales.** Si nos concentramos en la performance desde que el equipo económico comunicó los cambios en la política monetaria y cambiaria con el objetivo de acarrear la “emisión cero” es claro el peso del factor local. En nuestro ejercicio, comparamos la evolución del precio promedio ponderado por *outstanding* y el desarrollo de este si solo se hubieran comportado como los mercados emergentes ajustados por su *high beta*. Dirigiéndonos a los números, **desde mediados de julio el desempeño de la deuda soberana *hard dollar* esta explicada casi un 30% por factores externos, mientras que el 70% restante está explicado por factores locales.**

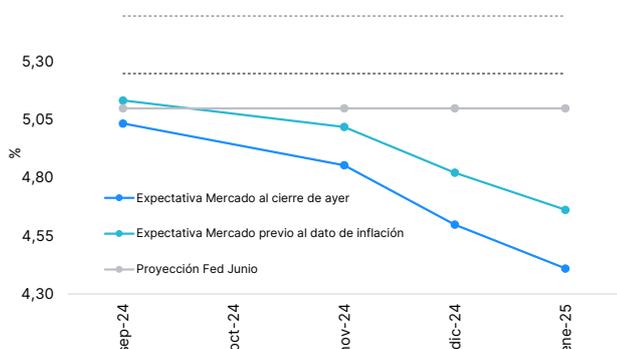
La Fed mantuvo la tasa y podría bajarla en septiembre

No hubo sorpresas en la reunión de julio. Ayer **la Reserva Federal mantuvo la tasa de referencia en el rango 5,25% - 5,5%**, tal como esperaba el mercado. En su [comunicado](#), resaltó que los riesgos de su mandato dual, inflación y empleo, se encuentran en un mejor balance. Como alentamos en nuestro [Daily de ayer](#), en la [conferencia de prensa](#), Powell, el presidente de la Reserva Federal, dejó entrever que la primera baja podría darse en la reunión de septiembre.

¿Qué destacamos del discurso de Powell? Si bien dijo que podría haber un recorte de la tasa en septiembre, no se ató de manos y aclaró que no es algo seguro. También, mencionó que es posible que no haya una baja y que la decisión dependerá de los datos económicos. Básicamente, no estaría completamente seguro de que la inflación esté volviendo al *target* de 2% anual. Asimismo, Powell ratificó que está prestándole atención al enfriamiento del mercado laboral, pero que esto podría ser una normalización, en vez de algo peor. Al respecto, destacó que el mercado laboral está en un nivel similar a prepandemia.

Más allá de que Powell no esté listo para confirmar el recorte de tasa en septiembre, el mercado sí lo está. Precisamente, **espera tres bajas para lo que queda de 2024 con una probabilidad de 76%, dando por hecho que la primera será en el noveno mes del año.** En consecuencia, ayer los rendimientos de los *Treasuries* cayeron a lo largo de la curva, con la tasa a 10 años cediendo 8 pbs a 4,05% y la de 2 años 9 pbs a 4,27%.

Expectativa del mercado vs Fed
(en %)



Probabilidad de observar tres bajas
(en %)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** & en base al CME y Bloomberg

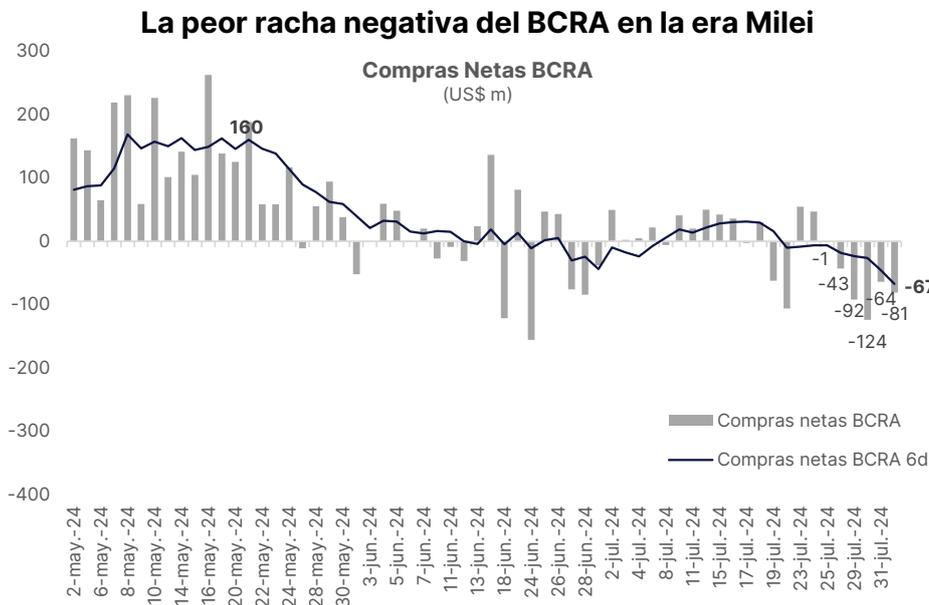
No obstante, algunos analistas empezaron a discutir que postergar esta decisión a septiembre podría ser demasiado tarde. Este debate surgió la semana pasada, cuando un ex miembro de la Reserva Federal de NY, Bill Dudley, dijo que había cambiado su visión de *higher for longer* y que se debería haber bajado la tasa en la reunión de ayer. En verdad, existen varias razones que habrían sustentado esta decisión. Por un lado, aumentó la tasa de desempleo, se atenuó el crecimiento de los salarios y cayó la tasa de renunciados. Por el otro, tanto la inflación general, la *core* y la *supercore* se desaceleraron en el segundo trimestre. Más allá de esto, **la Reserva Federal mantiene su discurso de *data dependency*.** Es decir, los datos tienen que confirmar que efectivamente la inflación retomó el sendero hacia el 2% anual.

Parece ser que ahora el riesgo es que la Reserva Federal se vuelva demasiado restrictiva. Como mencionamos anteriormente, Powell dijo que el mercado laboral se encuentra en un nivel similar al de 2019. Si bien esto es cierto en términos de niveles, el desempleo bajó de 3,8% a 3,6% en 2019, mientras que aumentó de 3,7% a 4,1% en lo que va de este año. Mañana con la publicación del reporte de empleo se conocerá el dato de julio, el cual se espera que se mantenga en 4,1%. El gran interrogante es si la Reserva Federal podrá actuar a tiempo si las fragilidades en el mercado laboral se profundizan.

Dinámica del MULC muy desfavorable para la acumulación de reservas

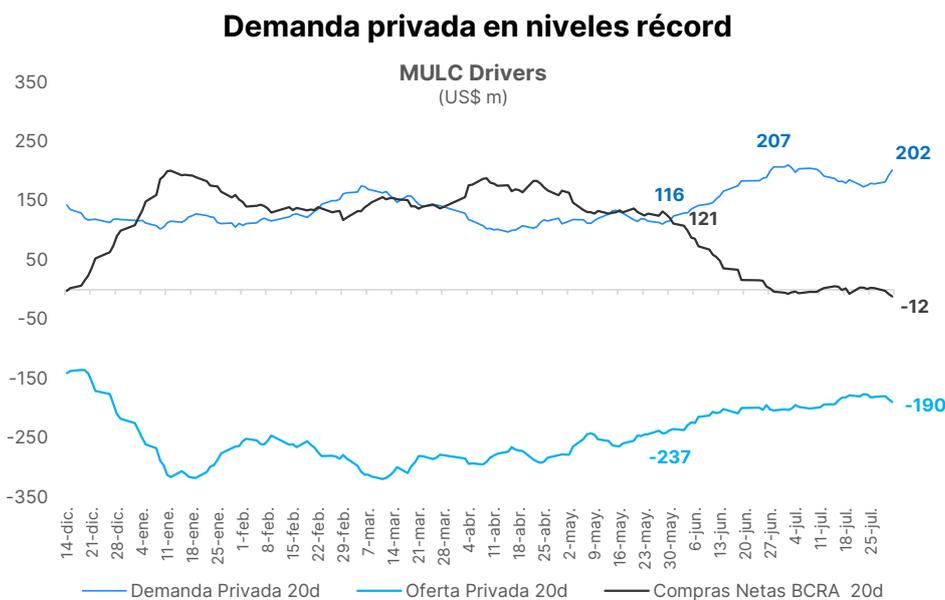
El BCRA extendió su peor racha negativa en la era Milei. **Ayer vendió US\$81 millones en el mercado oficial, hilvanando su sexto rojo consecutivo y desacumulando US\$405 millones en**

este período. Así, **cerró julio con un saldo negativo de US\$182 millones**, más que duplicando su rojo de junio de US\$85 millones. Este magro desempeño del BCRA contrasta notoriamente con el de los primeros meses de la gestión actual, en los que acumuló US\$17.284 millones entre el 11/12 y el 31/05.



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

Detrás de esta mala performance, hay **una demanda privada récord que no logra ser compensada por la oferta de los exportadores, la cual se desaceleró al menor nivel desde principios de enero**. Nuestro *proxy* de demanda se ubica en un promedio de US\$202 millones en los últimos 20 días, cerca del máximo de la administración Milei de US\$210 millones el 02/07.

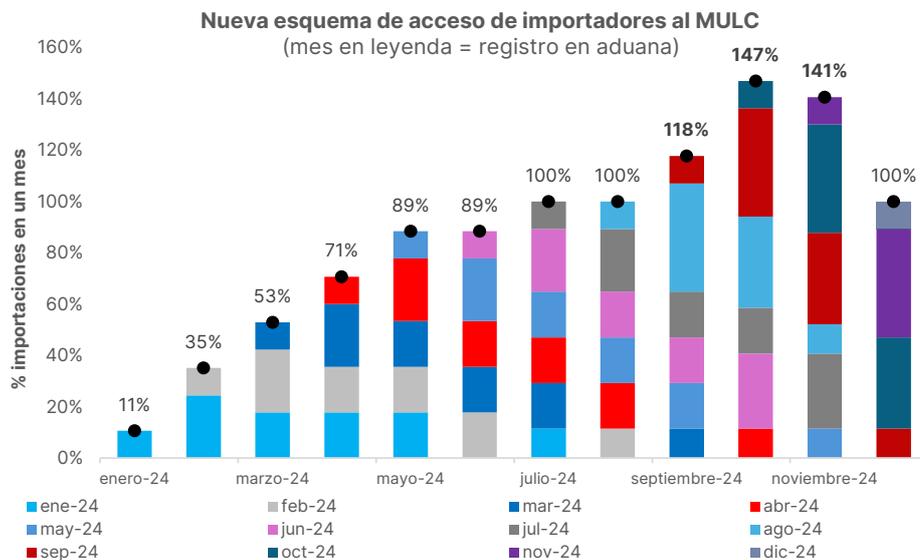


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Esto se explicaría por los siguientes factores:

1. **Ya hay un flujo de 100% de las importaciones accediendo al mercado oficial**, algo que no ocurría hasta julio. Para tomar dimensión, en junio cuando el BCRA comenzó a ser vendedor neto, se canalizaba 89% del flujo importador, mientras que en los meses anteriores que era comprador neto era menor a 71%, con excepción de mayo que ayudó una mayor oferta de los exportadores. En los próximos meses, esperamos mayor presión por esta vía, ya que el nuevo esquema de importaciones se solapa con cuotas del viejo. Estimamos que en septiembre podrá acceder un flujo de 118% de las importaciones, en octubre de 147% y en noviembre de 141%.

Habrá mayor presión de los importadores para acceder al MULC



2. **Importaciones estacionales de energía**, que suponemos que se habrían mantenido en julio en alrededor de US\$700 millones como en junio. El gobierno considera que la dinámica del mercado oficial se volverá más favorable en el corto plazo, dado que dejará de importarse energía al estar próximo a terminar el invierno. No obstante, si en junio no se hubiesen pagado estas importaciones, el superávit comercial hubiese sido bajo comparación con los primeros cinco meses del año. En definitiva, lo que mencionamos en el primer punto es lo que está provocando que el superávit comercial sea menor y que el BCRA tenga menos espacio para comprar reservas en el mercado oficial.
3. **Mayor acceso de empresas y provincias al mercado oficial para el pago de sus obligaciones de deuda** que en meses anteriores. Esta mayor demanda se mantendrá en agosto y septiembre por como cayeron los vencimientos.

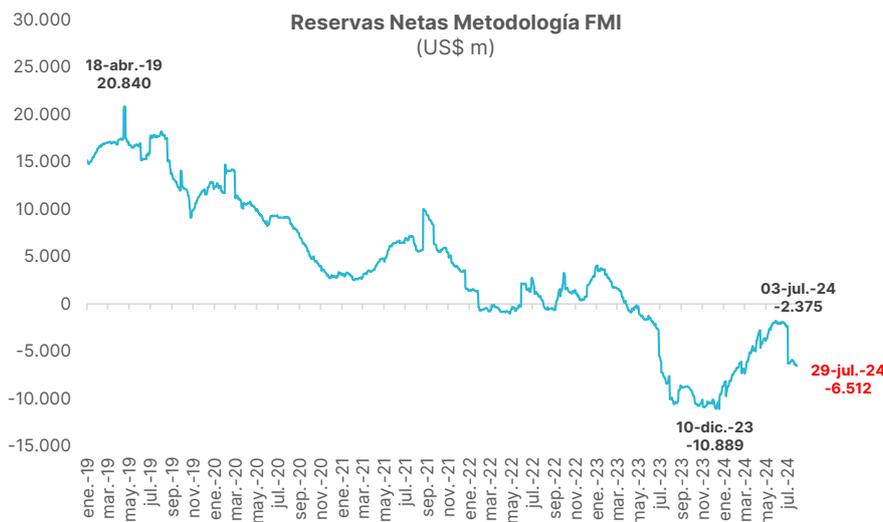
En este contexto, **las reservas netas del BCRA se deterioraron a un estimado de -US\$6.512 millones al 29/07** (últimos datos oficiales), **su menor nivel desde principios de marzo**. Destacamos que ayer las reservas brutas cayeron US\$593 millones de US\$26.992 millones a US\$26.399 millones, lo que se explicaría por:

1. El pago de amortización de BOPREAL Serie 2 por US\$167 millones.
2. Las ventas del martes del BCRA por US\$64 millones.

- Los restantes US\$362 millones serían producto de una baja estacional de encajes (a confirmarse en los próximos días).

Sólo los últimos dos factores mencionados impactarían negativamente sobre nuestra métrica de reservas netas, ya que descontamos los pagos relaciones a BOPREAL como un pasivo de corto plazo.

Reservas netas en el menor nivel desde principios de marzo

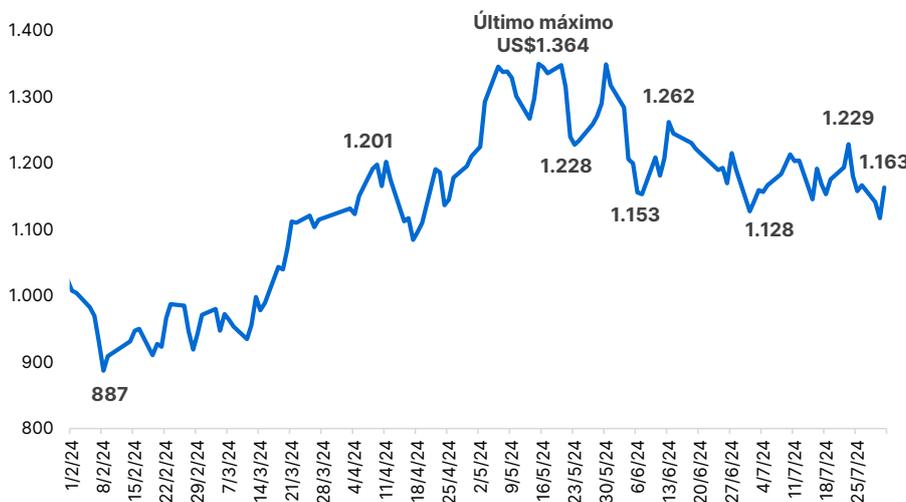


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Miércoles de euforia en el Merval

Las acciones argentinas tuvieron un miércoles de euforia en el que saltaron 4,1% hasta US\$1.163, moderando las pérdidas de julio. En pesos, la variación fue del orden de 6,8% pero el tipo de cambio cortó su racha bajista moviéndose 2,6% en la misma dirección, lo que contuvo las ganancias en moneda dura. En la bolsa local, las acciones del panel líder cerraron en verde. Las variaciones más destacadas estuvieron en BBAR (+10,2%), SUPV (+9,1%) e IRSA (+8,1%). En la misma línea, en *Wall Street*, los ADRs volaron con VIST (+7,2%), GGAL (+7,2%) y BBAR (+7,2%) al frente. Únicamente DESP (-0,5%) quedó ajeno al rebote de los activos argentinos y cerró en rojo.

El Merval retrocedió 2,3% en julio



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

En el Merval, junio fue un mes para el olvido y julio no fue mucho mejor. A pesar del impresionante desempeño de los activos en la última rueda del mes, no fue suficiente para revertir las pérdidas de julio. Así, **el índice cayó 2,3%, sumado a los 9,7% perdidos en junio.** Sin lugar a duda, los interrogantes respecto de la evolución de la macroeconomía, en conjunto con una serie de medidas anunciadas, fue la combinación que logró detener el rally que tuvo el Merval en la primera parte del año.

Los ADRs mostraron rojos importantes en el acumulado mensual. TEO (-12,3%), DESP (-12,2%) y SUPV (-7,4%) fueron los más afectados. En tanto que BBAR (+4,5%) y PAM (+2,6%), impulsados por la suba del 31 de julio pudieron cerrar en positivo. También podemos mencionar a GLOB (+9,2%) y MELI (+1,6%), que terminaron el mes en verde, aunque son activos menos ligados al devenir de la coyuntura local.

No obstante, **la rueda de ayer nos demuestra la velocidad con la que los activos pueden emprender su recuperación.** Como mencionamos pocos días atrás, aún vemos valor en los papeles locales que se encuentran cerca de los niveles previos a las elecciones PASO de 2019, en términos constantes. Esto demuestra que aún pueden tener camino por recorrer, en particular en algunos sectores donde la realidad es completamente distinta que hace algunos años atrás.

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.