

20 de agosto de 2024

Daily Mercados

ppi

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

La renta fija en dólares inicia la semana con calma

En la misma dirección que los mercados emergentes (ETF EMB +0,3%), **la deuda en dólares argentina arrancó la semana con leves avances**. Los Globales exhibieron un incremento más moderado que el de las últimas ruedas, al aumentar entre 0,1/0,3%. Así, llevaron el precio promedio ponderado por *outstanding* a US\$47,7. Teniendo en cuenta la performance en lo que va de agosto, la deuda en dólares se encuentra prácticamente en valores similares a los de principios de mayo, cerca de sus máximos históricos. De hecho, en el tramo corto, el GD30 ya iguala a los valores de ese período.

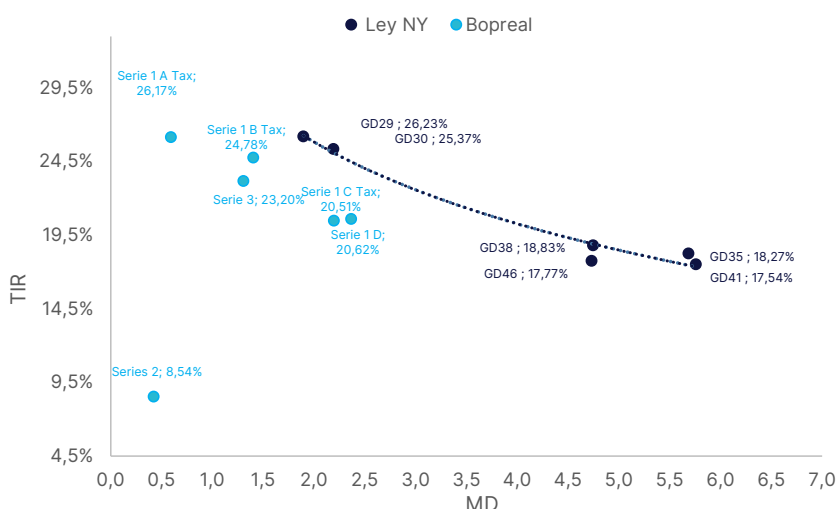
Los Globales recuperaron gran parte del terreno cedido



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

Por otro lado, **el arranque optimista se extendió a la deuda emitida por el Central**. Ampliando la tónica de la última semana, los Bopreales subieron entre 0,1% y 0,3%. Solo el Bopreal Serie 1-A culminó en territorio negativo (-0,6%). Dentro de los trascendidos sobre este segmento, el Ceo de Amcham, en una entrevista al momento de referirse a los problemas con el stock de deuda, comentó que el Gobierno está abierto a la emisión de una nueva Serie de Bopreal. A su vez, agregó que el gobierno mantiene diálogo con el sector privado ya que necesitan de su compromiso para asegurarse un volumen relevante en el caso de emisión. Puede leerse una nota al respecto [aquí](#).

Curva de bonos soberanos en dólares

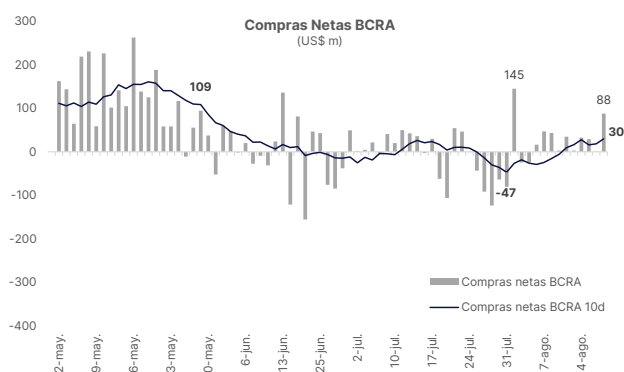


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

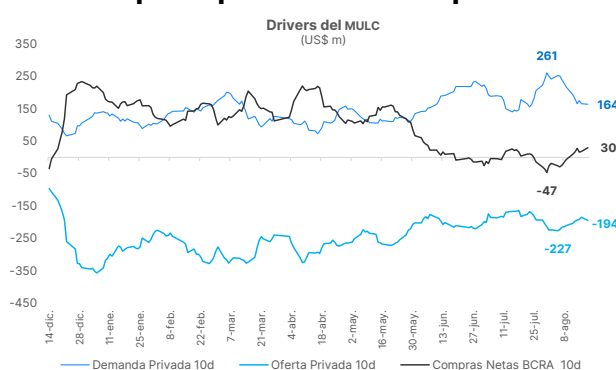
La expectativa de reducción del impuesto PAÍS podría prolongar el “veranito” en el MULC

El BCRA continúa extendiendo su racha positiva en el mercado oficial y ya hilvanó diez compras al hilo. **Ayer adquirió US\$88 millones, por lo que acumuló US\$299 millones en las últimas diez ruedas.** Así, **lleva comprados US\$396 millones en lo que va de agosto**, lo que contrasta significativamente con las ventas por US\$85 millones en junio y US\$180 millones en julio. Es decir, el BCRA recuperó completamente los dólares que había perdido en el mercado oficial en los últimos dos meses.

El BCRA lleva 10 ruedas con saldo positivo en el MULC



La menor demanda privada deja espacio para que el BCRA compre

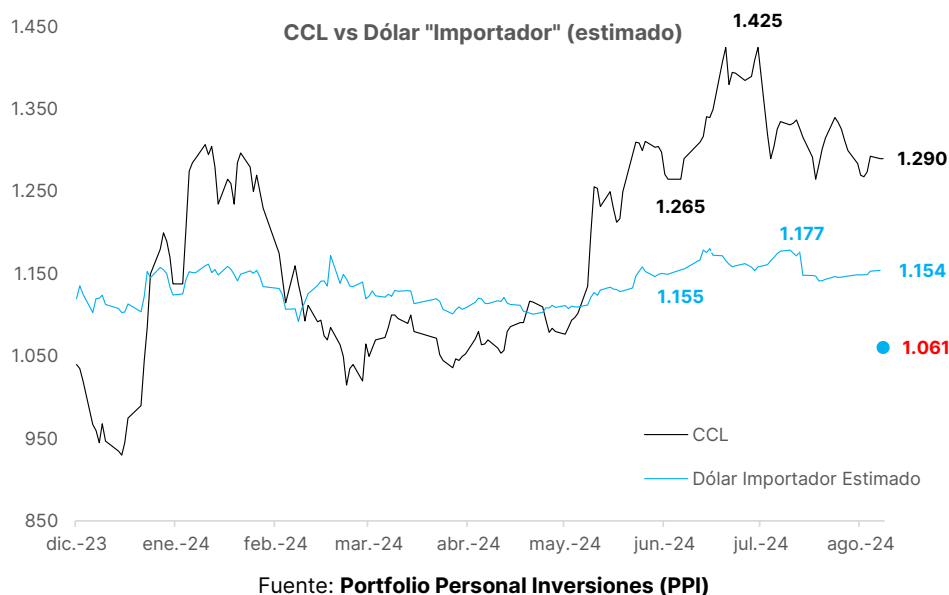


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Como mencionamos en nuestros últimos informes, esta notoria mejora en la performance del BCRA se explica por **una menor demanda privada, que más que compensó la desaceleración en la oferta de los exportadores**. Hasta acá, consideramos que primó el efecto de menores importaciones de energía. Hacia adelante, creemos que empezaría a impactar la **expectativa de reducción de la alícuota del impuesto PAÍS de 17,5% a 7,5% en septiembre**. Cabe recordar que el viernes el ministro Caputo ratificó en un evento de la Bolsa de Comercio de Córdoba que sigue en pie esta decisión, pero no clarificó si ocurrirá a principio o fin de mes. Quienes consideran que la máxima del Gobierno es desinflar apuestan a que esto sucederá a principio de septiembre, mientras que quienes ponderan el efecto negativo en las cuentas públicas se inclinan por fin de mes.

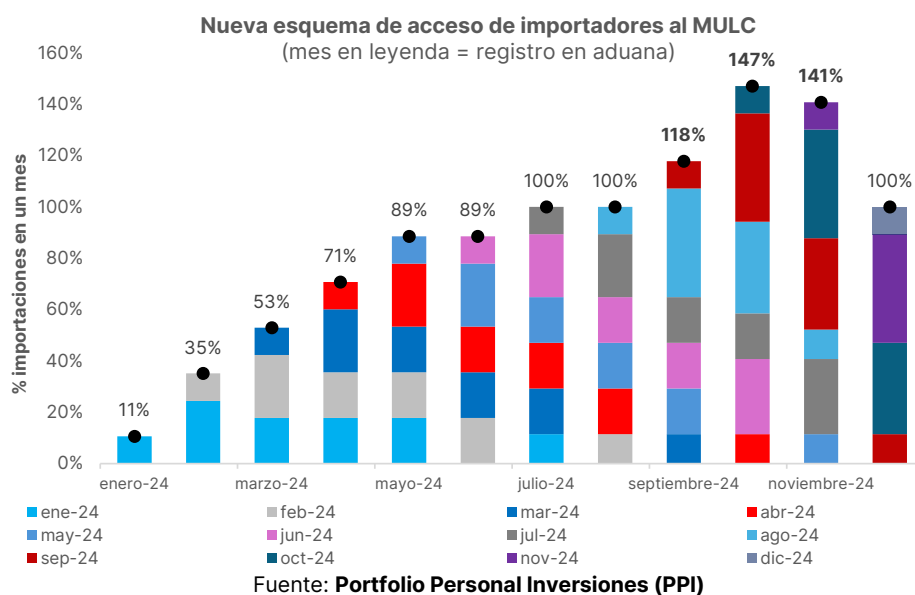
En este contexto, los **importadores tienen incentivos a postergar la importación, ya que el impuesto PAÍS se paga casi completamente al momento de la nacionalización de la mercadería**. A modo de ejemplo, un bien que ingresa hoy en Aduana y tiene un esquema de acceso al MULC de 50% en 30 días y 50% en 60 días, tendrá que abonar prácticamente la totalidad del impuesto hoy. Según nuestros cálculos, **si disminuyera el impuesto PAÍS hoy, el tipo de cambio efectivo de los importadores** (considerando el costo de cobertura en ROFEX) **bajaría 8,1% de \$1.154 a \$1.061, por lo que la brecha con el CCL se ampliaría de 11,8% a 21,6%.**

La expectativa de un menor dólar importador podría postergar importaciones



En consecuencia, **una eventual postergación de importaciones podría suavizar el salto en los pagos de septiembre, octubre y noviembre**, meses en los cuales *a priori* podría requerir acceso más del 100% del flujo importador por la superposición del viejo y nuevo esquema. En caso de que la reducción del impuesto PAÍS se dé a fin de septiembre, el MULC se trabaaría en noviembre, diciembre y enero. En cambio, si el recorte ocurre a principio de mes, este período se correría a octubre, noviembre y diciembre. Por lo tanto, **el BCRA podría tener un "veranito" en el mercado oficial más extendido que lo previsto al momento en que se flexibilizó el esquema de importaciones.**

Una eventual postergación de importaciones podría suavizar el salto en sep/nov

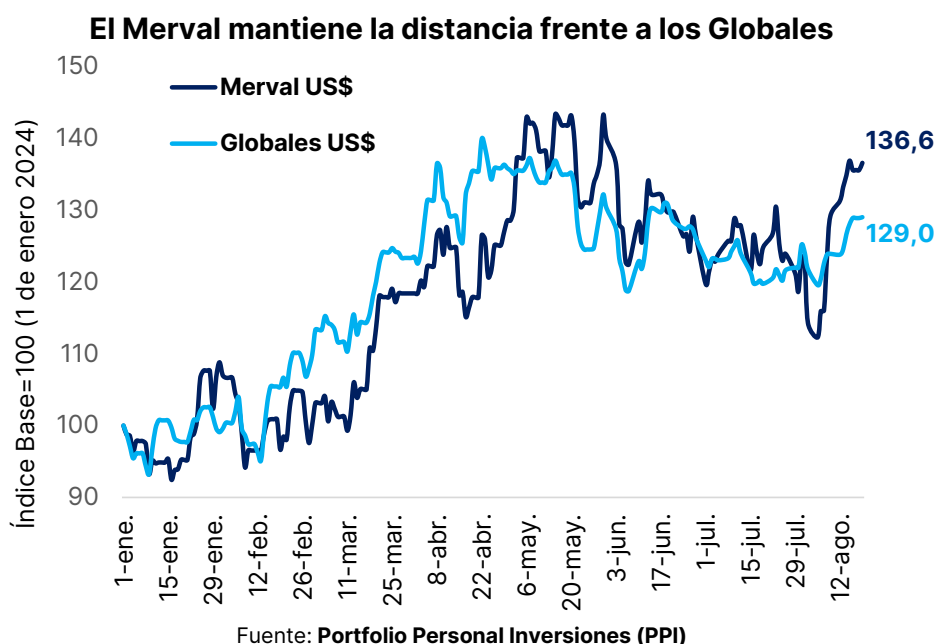


El Merval mantiene la ventaja frente a la deuda

Luego de un leve retroceso, el Merval retomó el sendero alcista. El índice accionario local arrancó la semana con un aumento de 0,7% hasta US\$1.286, recuperando la leve caída del

viernes. Medido en pesos, el índice aumentó 0,5%, pero el recorte del tipo de cambio (-0,3%) potenció las ganancias en dólares. En la bolsa local, las acciones terminaron la jornada con movimientos mixtos. Se destacaron **TECO2 (+7,6%), EDN (+4,9%) y BBAR (+2,7%)** al frente de las subas, mientras que **TRAN (-2,4%), ALUA (-1,4%) y TXAR (-1,3%)** mostraron las mayores bajas. En tanto, en Wall Street, los ADRs cerraron con más verdes que rojos. Entre los primeros se destacaron **DESP (+6,9%), TEO (+6,2%) y EDN (+5,6%)**, y en los segundos, **TGS (-1,6%), VIST (-1,3%) y GLOB (-1,1%)**.

Volviendo a la comparación entre la renta fija soberana y las acciones, destacamos que **el índice Merval mantiene la distancia respecto de la deuda soberana *hard-dollar***. En este sentido, luego de haber recuperado posiciones en términos relativos, el *spread* de rendimientos desde principio de año supera los 7,6 puntos porcentuales. La moderación en el clima internacional, junto con la relativa calma en el mercado local, permitieron que tanto la renta fija como variable muestren buenos rendimientos en las últimas dos semanas. Un dato para destacar es que en las últimas horas se mencionó **la posibilidad de la reclasificación de Argentina por parte de MSCI, que pasaría de *Standalone Market* a *Emerging Market***. Esto podría implicar un aumento de las inversiones por hasta US\$1.000 millones en acciones locales, de acuerdo con JP Morgan, lo que podría beneficiar las cotizaciones. No obstante, como las reclasificaciones suelen realizarse en junio, estas podrían demorar en llegar. En este sentido, es esperable que por el momento los drivers locales sean los que dicten el devenir del Merval. Así, en el corto plazo, **con el *spread* de rendimientos a favor de la renta variable, puede significar una oportunidad para rebalancear en favor de la renta fija**.

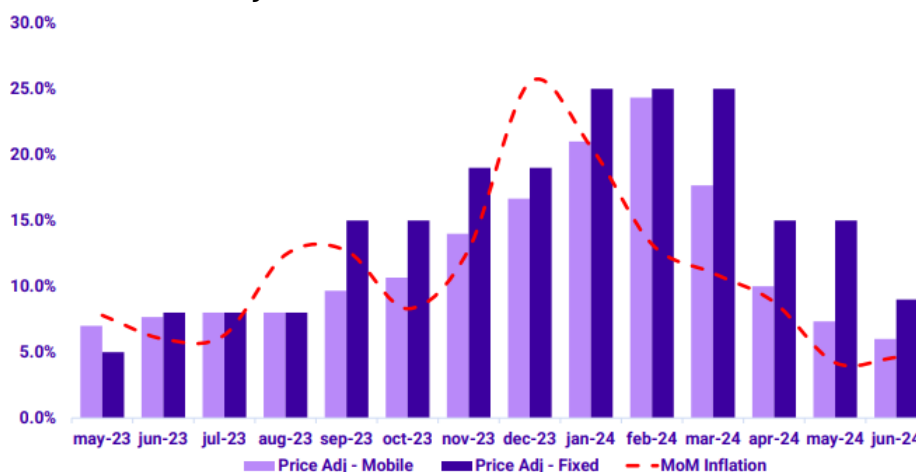


Telecom logró sobrepasar un trimestre complejo

Telecom (TECO2: BYMA; TEO: NYSE) presentó los resultados del segundo trimestre. **En un contexto desafiante, la compañía generó \$856.084 millones de ingresos por ventas, lo que representa una disminución de 8,3% yoy.** La mayor parte del retroceso estuvo explicada por los servicios provistos, que cayeron \$57.124 millones en pesos homogéneos, principalmente por el desplome de \$45.400 millones del segmento de Televisión por cable (-27,0% yoy), aunque las ventas de equipos tampoco ayudaron al caer \$20.630 millones (-26,8% yoy). Si bien **el EBITDA superó al del 2Q23 en 1,4% al ubicarse en \$249.501 millones**, gracias a un mejor control de

costos operativos y a la evolución en la relación entre tarifas e inflación en el trimestre con respecto a la del año anterior, **el resultado operativo fue negativo por \$31.095 millones** (vs - \$75.451 millones en 2Q23). Dado que los resultados financieros netos sumaron \$202.857 millones (vs \$10.315 millones en 2Q23) y el impuesto a las ganancias descontó \$111.539 millones, **el resultado neto del período se ubicó en \$58.862 millones (3,8x vs 2Q23)**.

Ajuste de tarifas frente a la inflación



Fuente: **Presentación de Resultados de Telecom**

Desglosando los principales segmentos de TECO, **los ingresos generados por Servicios Móviles alcanzaron los \$342.406 millones (-8,9% yoy)**. Esta caída se debió principalmente a la **intensa competencia en el mercado** de telecomunicaciones, que llevó a una disputa de precios y a promociones agresivas que erosionaron los márgenes de rentabilidad. Además, **el consumo de datos móviles mostró una tendencia a la baja**, ya que los usuarios fueron más conscientes de sus gastos, tras enfrentar un contexto de alta inflación en los primeros meses del año. Sin embargo, es importante destacar que **la base de usuarios creció, alcanzando los 21,2 millones**, lo que sugiere que, a pesar de la disminución en los ingresos, la compañía sigue atrayendo nuevos clientes, producto de la calidad de su red y la oferta de servicios adicionales. En esta línea, destacamos que, de cara a fin de año, la compañía apunta a incorporar 200 nuevos sitios 5G en la banda de 3.5 GHz, reforzando su compromiso con la conectividad de última generación en el país.

En el segmento de Internet, los ingresos totalizaron \$218.247 millones, registrando una suba de 12,4% en comparación con el 2Q23 en términos constantes. Este incremento se atribuye a que Telecom trabajó en mejorar la calidad de su servicio, lo que esperan que ayude a retener a los clientes existentes y atraer a nuevos usuarios en el futuro. En este sentido, **la compañía implementó mejoras en su infraestructura de red, lo que permitió ofrecer velocidades más altas y una experiencia de usuario más satisfactoria.** En cuanto a las inversiones, se centró en la expansión y modernización de su infraestructura, desplegando 44 nuevos sitios y actualizando otros 606. En su red de fibra óptica, se sumaron más de 4.340 nuevos bloques, mientras que la capacidad de *upstream* en la red HFC mejoró en 7.000 bloques.

En cuanto a la **Televisión por Cable, los ingresos se situaron en \$122.803 millones (-27% yoy) como consecuencia de la reducción en la cantidad de suscriptores, que se vio afectada por el creciente interés de los consumidores en alternativas de *streaming* más económicas y flexibles.** La competencia de plataformas de contenido bajo demanda llevó a muchos usuarios a cancelar sus suscripciones de televisión por cable en busca de opciones más adaptadas al

contexto social actual. A pesar de esta tendencia, Telecom exploró nuevas ofertas y paquetes que integren servicios de *streaming* y televisión tradicional, con el objetivo de atraer a los consumidores que buscan una experiencia más completa.

En lo que respecta a su gestión de deuda, durante el trimestre Telecom emitió US\$81 millones en una ON *dollar-linked* (Clase 20) a 24 meses a una tasa que rondó entre 2,5% y 3%, y, tras el cierre de ejercicio, colocó US\$34 millones adicionales en otra (Clase 22) a una tasa de 1,5%. A su vez, **en julio regresó al mercado internacional de crédito, emitiendo una obligación negociable amortizable por US\$500 millones con vencimiento en 2031 a una tasa de 9,7% (cupón 9,5%), tras recibir ofertas por US\$1.310 millones.** Esta última emisión, orientada a refinanciar deuda existente, fue luego extendida en canje por la ON Clase 1 con vencimiento en 2026, sumando US\$117 millones adicionales. Considerando que además US\$20 millones del monto recaudado fue utilizado para recomprar la ON Clase 5 con vencimiento en 2025, Telecom ha mejorado su perfil de deuda notablemente. Esta colocación no solo ayudó a extender los vencimientos, sino que también alivio la carga financiera de corto plazo, permitiendo a la compañía enfocarse en su plan de inversiones y fortalecimiento operativo.

Últimas operaciones de deuda de Telecom						
SUCCESSFUL LOCAL ISSUANCES:			SUCCESSFUL INTERNATIONAL ISSUANCES:			
DATE OF ISSUANCE	June 6, 2024	June 11, 2024	August 6, 2024	July 18, 2024	August 8, 2024	Exchange 2026 Notes
Denomination	Class 20	Class 20 (Re-opening)	Class 22	Class 21	Class 21 - Additional	Tender offer 2025 notes
Currency	P\$ (Dollar linked)		P\$ (Dollar linked)	US\$		
Amount Issued	US\$ 59.7mm	US\$ 21.6mm	US\$ 33.7mm	US\$ 500mm	US\$ 117.2mm	
Tenor	24 months		18 months	84 months		
Interest Rate	5.00% (3% yield)	5.00% (2.5% yield)	3.00% (1.5% yield)	9.50%		
Interest Payment	Quarterly		Quarterly	Semiannually		
Principal Repayment	Bullet		Bullet	Soft bullet		

USD 19.8 MM Principal amount tendered post amortization factor

USD 112.4 MM outstanding amount after August 2024 principal payment and tender

Fuente: **Presentación de Resultados de Telecom**

En síntesis, Telecom demostró resiliencia en un trimestre complicado a través de una gestión de costos eficiente y una mejora en sus resultados financieros netos. En adelante, **enfrentará el desafío de ajustar sus precios para recuperar su rentabilidad en un contexto de alta competitividad y poder adquisitivo deteriorado.** Además, se espera que las inversiones en infraestructura y la mejora continua de los servicios en busca de recuperar parte de su cuota de mercado, presionen sobre los flujos de caja libre de la compañía. No menos importante, **la compañía deberá seguir adaptándose a las cambiantes preferencias de los consumidores para asegurar un crecimiento sostenible.**

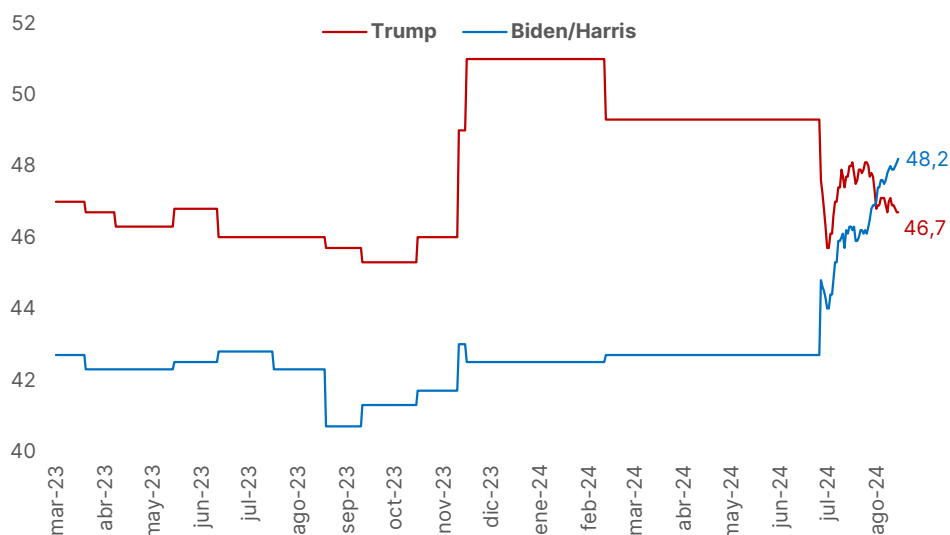
Biden le pasó la posta a Kamala en un sentido discurso

Ayer, **Joe Biden dio un discurso en la primera noche de la Convención Nacional Demócrata.** En éste, **le pasó la posta a Kamala Harris, a quien se refirió como la próxima presidente de los Estados Unidos.** A su vez, destacó que su historia representa lo mejor de la narrativa estadounidense y afirmó que será una presidenta a la que las próximas generaciones podrán admirar. Con esto, Biden cerraría una carrera de medio siglo como senador, vicepresidente y, finalmente, presidente.

En este contexto, **Kamala Harris supera a Donald Trump tanto en las encuestas como en las casas de apuestas.** El promedio de las encuestas sitúa a Harris como la candidata preferida para

ganar en noviembre, con un 48,2% frente al 46,7% de Trump. Además, la casa de apuestas PredictIt le asigna una probabilidad del 56% a Harris frente al 46% de Trump.

Evolución promedio en las encuestas (en %)



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

Mientras tanto, estaremos atentos a las minutas de la FED que se publicarán mañana, y los datos de empleo el jueves (luego de los dos registros alentadores de las últimas semanas), en lo que será la antesala del discurso de Powell en Jackson Hole el viernes.

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

Diego Ian 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

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@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.