

05 de septiembre de 2024

Daily Mercados

ppi

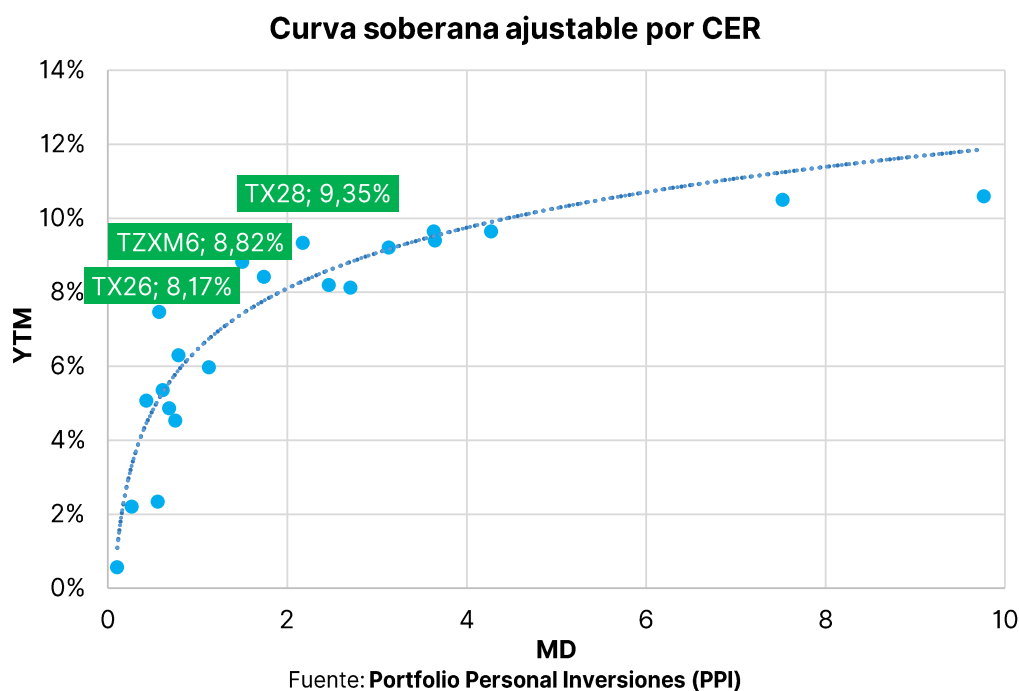
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Algunos comentarios sobre la deuda en pesos

A una semana de la primera licitación del mes, **el mercado de pesos exhibe bastante cautela**. Recordemos que el Tesoro enfrenta en septiembre vencimientos por alrededor de \$14 billones, lo cual permite imaginar que las tasas de colocación sean tímidamente generosas en las próximas licitaciones. Dentro de la calma previa al anuncio de las condiciones de la licitación (lunes 9 de septiembre), destacamos un par de puntos relevantes:

1.- Volvieron las tasas negativas a la curva CER. El tramo corto de la curva cerró en terreno negativo. En este sentido, el instrumento más corto de la curva (T4X4), que vence en octubre de este año, finalizó en CER -0,6%, mientras que el BONCER con vencimiento en diciembre (T5X4) se ubicó en CER + 1,7% (-112bps contra el martes). Por lo visto, las señales de inercia inflacionaria y los ajustes de precios relativos le ganan parcialmente la pulseada a la baja del impuesto PAIS en el corto plazo.

2.- Permanece firme la tasa forward entre 2026/2025 en la curva CER. La parte media nos sigue pareciendo el segmento más atractivo. El *pick-up* yield entre un TZX25 y el TX26 se ubica en 190 puntos básicos, el cual compensa el incremento de 0,3 años de vida promedio. Entre otras alternativas, se asoman tímidamente detrás, el TZXM6 y TZX28 (este último preferido al DICP mirando la MD).



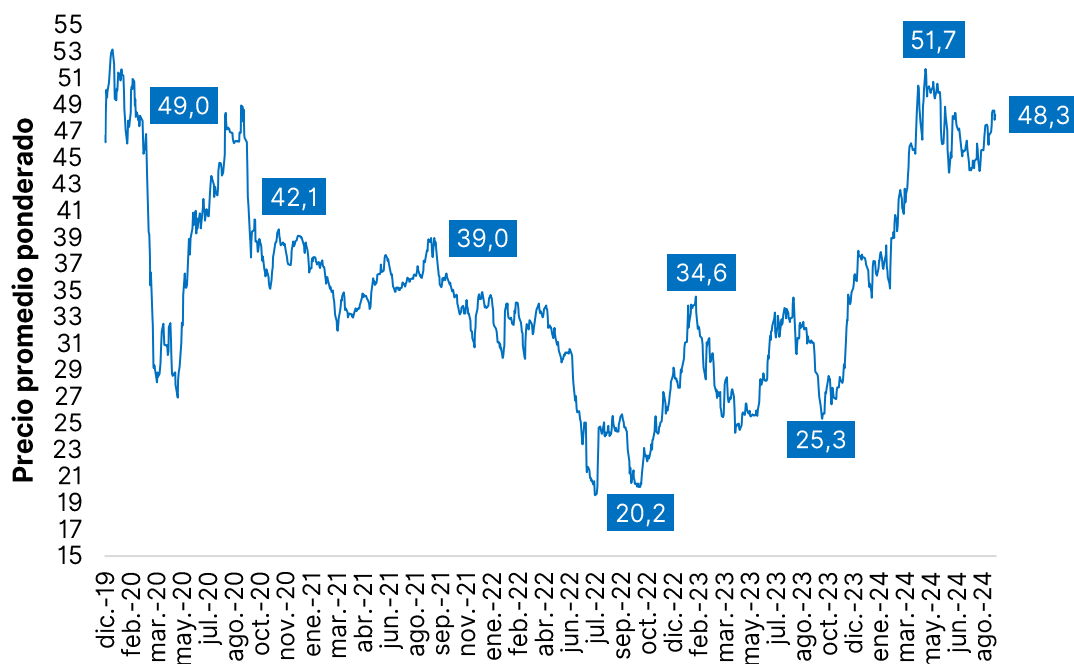
En esta línea, **aumentamos nuestra ponderación del TX26 en nuestras Carteras de septiembre**. Tras quitar la cobertura al tipo de cambio oficial, el portfolio de pesos aumentó de 10% a 40% la posición en BONCER26 (TX26). La decisión de posponer la salida de las restricciones cambiarias nos obligó a replantear la estrategia para los pesos. El restante 60% lo asignamos a instrumentos de tasa fija. En esta línea, **nos sentimos cómodos posicionados en el tramo largo de LECAPs** (S17E5 52,9% TIR). Además, **permanecemos en la LECAP con vencimiento en septiembre** (S13S4) ya que aguardamos condiciones generosas por parte del Tesoro en la próxima licitación (miércoles 11 de septiembre).

Se atenúa la debilidad de los mercados emergentes

Hoy la situación es distinta. Las últimas jornadas mencionábamos que la fragilidad en el segmento de bonos emergentes/frontera afectó significativamente las cotizaciones de los Globales. Si bien la performance en estas horas de la mañana es testimonial, nuestros bonos avanzan tímidamente hasta 0,6%, en línea con el desempeño que exhiben títulos de deuda de países riesgosos.

En un contexto internacional menos hostil, **nuestra deuda soberana en moneda dura rebotó entre 0,5% y 0,9% ayer, lo que llevó al precio promedio ponderado por *outstanding* a superar el umbral de US\$48** (de US\$47,9 a US\$48,3). En paralelo, el ETF EMB, compuesto de bonos de riesgo alto, subió 0,5%. Es relevante señalar que los Globales se mantienen alineados con la performance de sus pares. Al ajustar su desempeño con la del resto de la deuda emergente y el beta alto de los bonos argentinos, los Globales deberían haber aumentado 0,87%. Esta cifra prácticamente coincide con las variaciones que tuvieron ayer, cuando el precio promedio ponderado subió 0,75%.

Evolución precio promedio ponderado Globales



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

La idea de “cerrar” la brecha desde arriba

Lo que era impensado hace unos meses comienza lentamente a volverse más probable. Ayer Caputo [listó](#) en su cuenta de X algunas de las cosas que ya están pasando en la economía y que se potenciarán en los próximos meses. Lo que más llamó la atención: **“el dólar financiero va a converger al dólar oficial”**. No hizo mención sobre una eventual salida del cepo.

“Cerrar” la brecha desde arriba no es el escenario base del mercado. Justamente, espera que la convergencia se dé del oficial al CCL, lo que en los hechos resultaría en un salto discreto de 35,8% para que desaparezca el *gap* cambiario hoy. No obstante, Caputo ya dio señales de que el camino elegido podría ser el menos previsto. **La reducción de la alícuota del impuesto PAÍS de 17,5% a 7,5% va en este sentido.** Con la medida, el tipo de cambio efectivo de las importaciones

considerando el costo de cobertura bajó 8,4%. Si bien esto amplió el *spread* con el CCL de 11,4% a 21,3%, redujo el diferencial con el oficial de -18,8% a -11,4%.

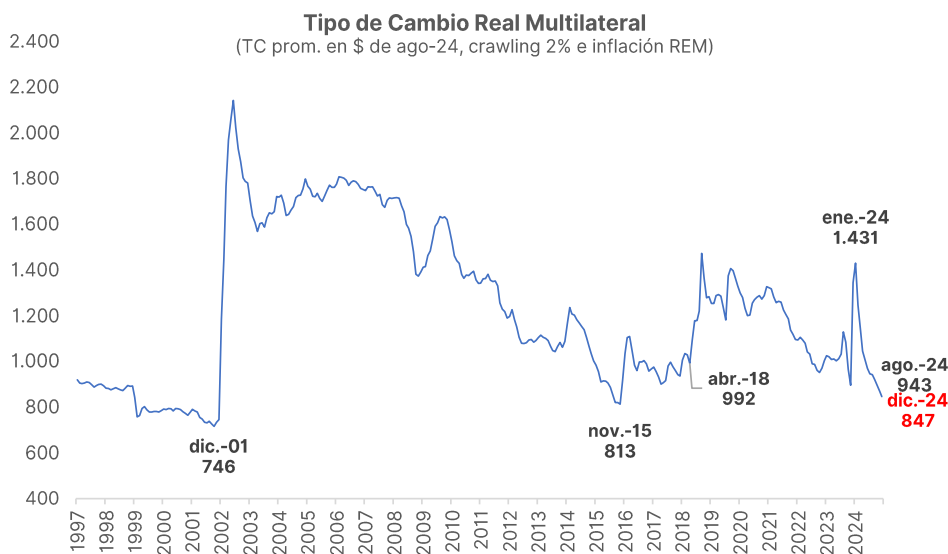
La reducción del impuesto PAÍS amplió la brecha del TC importador con el CCL



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

¿Qué implica que el oficial converja al financiero? **Llevar el tipo de cambio real a mínimos históricos.** Si el *crawling peg* se mantiene en 2% mensual y la inflación oscila en 3,8% en línea con el último REM, el tipo de cambio real se ubicaría en diciembre en el nivel más bajo desde noviembre 2015 y diciembre 2001. La pregunta del millón es si este valor sería coincidente con el de equilibrio de mercado. Razones sobran para creer que no sería así. Tanto en noviembre 2015 como en diciembre 2001, **un nivel tan bajo de tipo de cambio real precedió a una fuerte devaluación.**

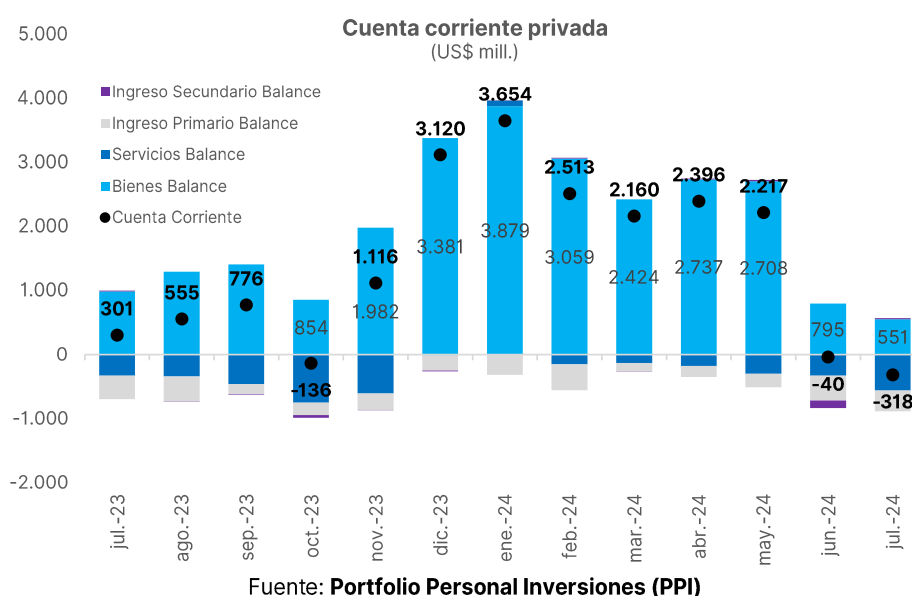
El tipo de cambio real se ubicaría en mínimos históricos en diciembre



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

Podría pensarse entonces que **el sector externo no se equilibraría con un tipo de cambio en estos valores**. Ya los efectos negativos de una apreciación real autoinducida comenzaron a notarse en las cuentas externas. La cuenta corriente cambiaria privada pasó de superavitaria en los primeros meses de la administración Milei (alcanzó US\$2.217 millones en mayo) a deficitaria por US\$318 millones en julio. El balance de bienes se redujo de US\$2.708 millones en mayo a US\$551 millones, el peor registro desde junio 2023. En esto jugaron el *blend* 80/20, que reduce la oferta, y el esquema de pago diferido de importaciones, que contuvo la demanda inicialmente. En tanto, el déficit de servicios, explicado en su totalidad por el *outflow* de turismo, de US\$561 millones fue el mayor desde noviembre 2023. Hacia adelante, estos números sólo podrían deteriorarse si sostiene la apreciación cambiaria. Para terminar, destacamos que **no es inocuo para la perspectiva de flujos externos negativos que asoman en el horizonte una posición de reservas netas en la zona de -US\$6.200 millones**.

La cuenta corriente privada pasó de superavitaria a deficitaria



El Merval alcanzó su nivel más alto desde 2018

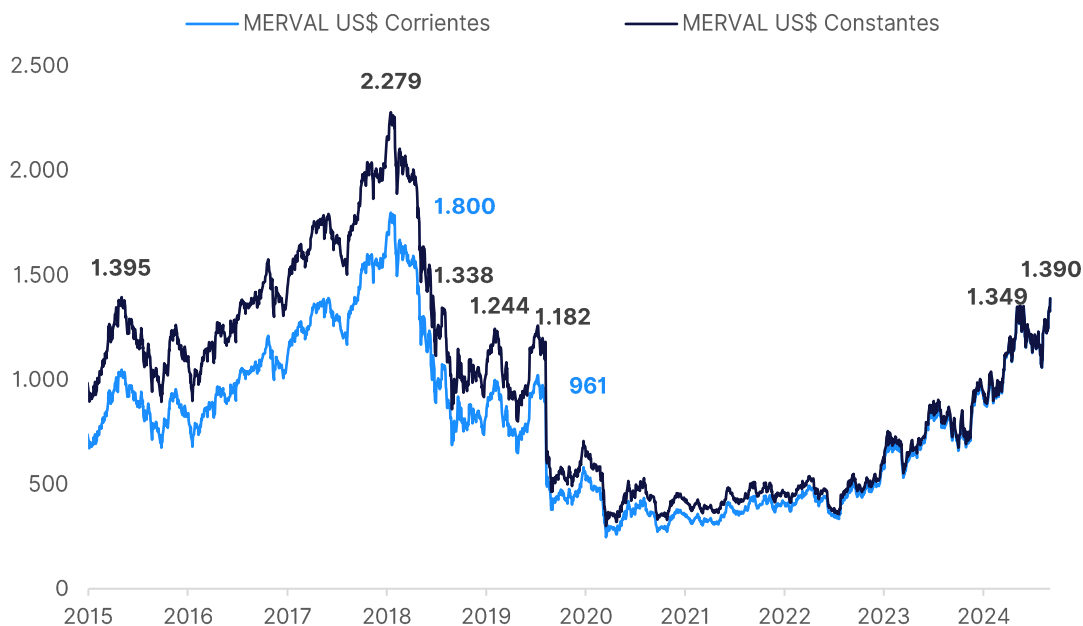
Nuevo máximo en el Merval. Luego de coquetear con los máximos esta semana, el índice accionario rompió todas las marcas y alcanzó un hito en la era Milei. El exterior ayudó y tendió una mano con un clima menos hostil para los activos de riesgo emergentes. Así, **el índice subió 4,8% hasta US\$1.390**. En pesos, incrementó 3,6%, pero la baja del tipo de cambio (-1,2%) impulsó las ganancias en dólares.

En la bolsa de Buenos Aires, la mayoría de las acciones que componen el panel líder tuvieron un día espectacular. Las principales subas estuvieron **en IRSA (+9,3%), BYMA (+9,3%) y BBAR (+8,4%)**, mientras que solamente **TXAR (-1,9%), COME (-0,4%) y ALUA (-0,3%)** cerraron el día con pérdidas. En tanto, en el exterior, la jornada fue incluso mejor, con todos los papeles en verde. Se destacaron **IRS (+12,2%), BBAR (+10,0%) y TEO (+7,1%)**.

¿Podrán las acciones sostener este nuevo nivel alcanzado? Luego de tres meses, **el Merval volvió a marcar un nuevo máximo desde 2018**. En concreto, la última vez había sido el 22 de junio de ese año, cuando marcó US\$1.396 en términos constantes. Como mencionamos en otras oportunidades, creemos que las acciones tienen mucho valor para dar, pues aún estamos lejos

del máximo de enero de 2018 que en términos constantes supera los US\$2.270. Esto es incluso más cierto cuando **varios sectores representados en el Merval sufrieron una transformación radical, como el caso de Oil&Gas**, al tiempo que otros sectores están aún en proceso de cambio, con los bancos adaptándose al nuevo esquema de política monetaria. En síntesis, **el equity argentino aún puede tener mucho para mostrar.**

Nuevo máximo en el Merval



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

Para concluir, no queremos dejar de mencionar las noticias relevantes del mercado. En el marco de la gestión de su deuda corporativa, **YPF recibió ofertas por US\$1.784,2 millones para su nueva ON a 2031, de los cuales tomó US\$500 millones a una tasa del 8,75%.** Con estos fondos, recomprará parte de sus ONs Internacionales con vencimiento en 2025 y 2027, extendiendo así los vencimientos de su deuda. La oferta de aceptación temprana estará vigente hasta el 12 de septiembre y el período tardío se extiende hasta el 27 del corriente mes. En este sentido, **creemos que es una buena oportunidad de ingresar a la recompra en el período temprano y con esos fondos buscar buenos rendimientos dentro de la curva de YPF.**

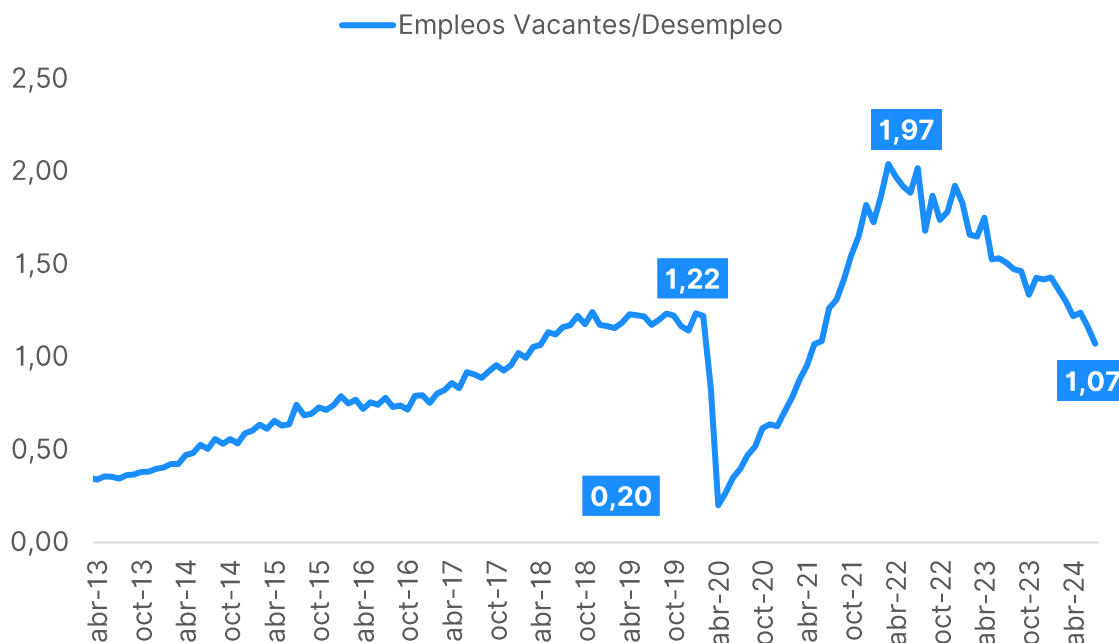
Continúan las señales que evidencian el debilitamiento del mercado laboral

El mes pasado se activó la Sahm Rule, aunque esta vez podría ser distinto. Desde la Segunda Guerra Mundial, cada vez que la regla se activó, hubo una recesión. Una de las razones para pensar que la historia podría no repetirse es que el aumento del desempleo se debe a un ritmo lento en la contratación, en lugar de un aumento de los despidos. Al menos esto fue lo que afirmó el presidente de la Fed de Richmond, Tom Barkin. Más allá de esto, hay muchos indicadores que muestran un deterioro del mercado laboral.

En concreto, **ayer las vacantes de empleo (JOLTS) se situaron en 7.673 mil en julio, su nivel más bajo desde 2001**, lo que indica que la demanda de trabajadores se estaría debilitando en relación con la oferta de empleo. Cabe destacar que los analistas del mercado esperaban que el dato se situará en 8.100 mil, y que el dato de junio fue revisado a la baja, desde 8.184 mil a 7.910 mil. **Ayer, apenas se conoció el dato, los rendimientos de los Treasuries se desplomaron.** La

tasa a 2 años retrocedió 10 pbs hasta 3,76%, mientras la tasa a 10 años hizo lo propio en 7 pbs, hasta 3,75%. Movimientos que juegan a favor de la normalización de la curva.

Evolución del ratio entre las vacantes de empleo y el desempleo



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

Últimamente, los datos negativos relacionados al mercado laboral suelen tener el mismo correlato sobre el equity y los mercados emergentes. Esto se debe a que, si Estados Unidos entra en recesión, es probable que se produzca un *flight to quality*. Sin embargo, **los movimientos de los activos ayer sugieren que el dato estuvo en línea con un enfriamiento del mercado laboral, más no con una recesión**, algo que se alinea con la narrativa de la Reserva Federal. De esta forma, un escenario donde bajan las tasas y no hay crisis debería ser positivo para estos activos. Ayer, los mercados emergentes subieron, mientras que los principales índices bursátiles de Estados Unidos cerraron mixtos por otras razones. Entre ellas, la propuesta de Kamala Harris de implementar un nuevo régimen de impuestos del 28% sobre las ganancias de las personas que ganen US\$ 1 millón o más, y el conflicto que enfrenta Nvidia con el Departamento de Justicia por supuestas políticas anticompetitivas. Así, **los mercados emergentes (ETF EMB) subieron un 0,5%, mientras que el S&P 500 cayó apenas un 0,2%.**

Finalmente, hoy se dieron a conocer los datos de creación de empleo (nóminas no agrícolas) publicados por la consultora ADP. En este sentido, **las nóminas se ubicaron en 99 mil en agosto, por debajo de las 145 mil esperadas y de las 111 mil** (dato revisado a la baja desde 122 mil) del mes pasado. En este contexto, **los rendimientos de los Treasuries amanecen a la baja**, con la tasa a 2 años y la tasa a 10 años recortando 3 pbs cada una. Vale la pena destacar que mañana se publicarán los datos oficiales de las nóminas no agrícolas por la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS).

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 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

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.]