

06 de septiembre de 2024

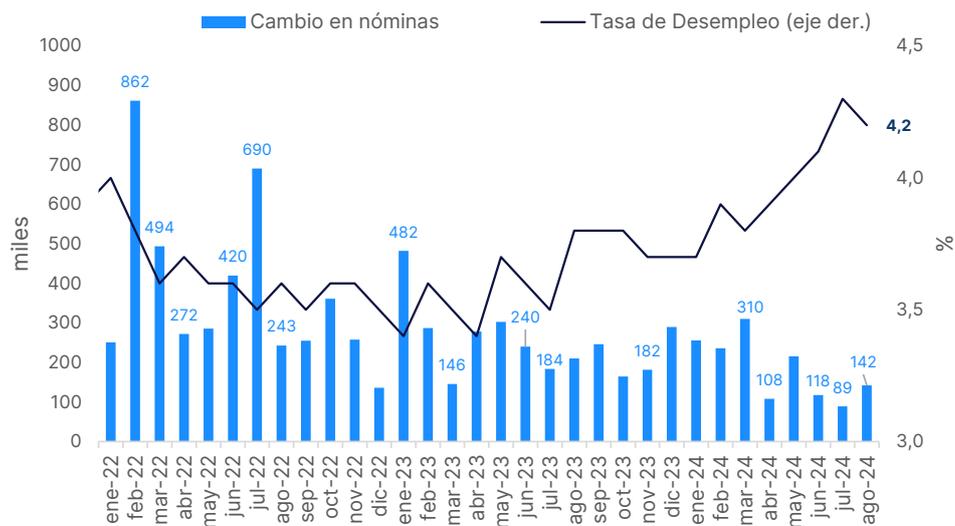
# Daily Mercados

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

**Flojos números de empleo en EEUU: ¿alcanza para justificar una mayor baja de tasas de la Fed?** Hoy se dio a conocer el tan esperado reporte de empleo de agosto. La creación de nóminas resultó peor de lo esperado y dejó en evidencia las fragilidades del mercado laboral. En agosto, **los puestos de trabajo aumentaron en 142 mil, por debajo de los 165 mil esperados**. Además, se revisó a la baja el dato de julio (de 114 mil a 89 mil). Sin embargo, **la tasa de desempleo cedió levemente desde 4,3% en julio a 4,2%**, en línea con las proyecciones de los analistas. Vale destacar que este movimiento se dio sin movimientos de la tasa de participación de la economía que se mantuvo en 62,7%.

### Evolución de la creación de empleo vs tasa de desempleo



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

Si bien el reporte de empleo resultó más flojo de lo esperado, **es difícil justificar una baja mayor de la tasa en la próxima reunión de la Fed (miércoles 18 de septiembre)**. Recordemos que el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, en Jackson Hole, dio un giro en su discurso. Declaró la victoria en la batalla contra la inflación, poniendo el foco en la otra cara de su mandato dual: el empleo. Desde nuestro punto de vista, **las cifras del mercado de trabajo en agosto no justifican aumentar la dosis del primer retoque desde 25 a 50 puntos básicos**. ¿Cuáles son los puntos que suavizan nuestra opinión?

**1.- El nuevo ratio de desempleo pone fin al gatillo de la 'Sahm Rule' (o al menos aumenta el debate sobre su activación).** Lejos de ser una regla dura, el concepto es seguido de cerca por gran parte del mercado. En nuestro [daily de ayer](#), mencionamos que, a pesar de que se haya activado la Sahm Rule, esta vez podría ser distinto. Es decir, no necesariamente la economía estadounidense está al borde de una crisis, y los datos estarían en línea con esta tesis. El principal argumento es que el aumento en la tasa de desempleo se debe a un ritmo lento en la contratación, en lugar de un aumento de los despidos. **El punto del reporte de agosto es que la creación de nuevos puestos de trabajo estuvo por debajo de lo esperado, pero la tasa de desempleo se mantuvo estable**, quizás compensado por menores despidos.

**2.- Estados Unidos acumula 44 meses consecutivos de incremento en la cantidad de nóminas de empleo.** Aun con el evidente debilitamiento del mercado, todavía no hay señales de fuerte recesión en el horizonte. De hecho, las horas trabajadas semanales alcanzaron el nivel esperado (34,3) superando tímidamente el nivel de julio. A diferencia de la creación de nóminas,

que es un indicador coincidente del ciclo económico, las horas trabajadas representan un indicador anticipatorio del ciclo. Sin nubarrones en esta métrica -por el momento- nos mantenemos escépticos de una caída brusca en el corto plazo.

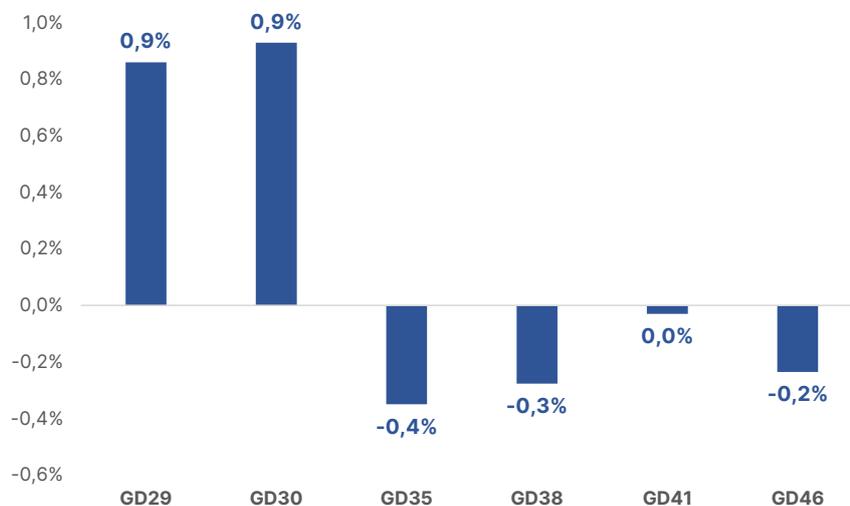
Últimamente, los datos negativos relacionados al mercado laboral suelen tener el mismo correlato sobre el equity y los mercados emergentes. Esto se debe a que, si Estados Unidos entra en recesión, es probable que se produzca un flight to quality. Sin embargo, los movimientos de los activos sugieren que 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. **El escenario base para el mercado es que la Fed tendrá que recortar 25 pbs en su próxima reunión de política monetaria.** En este contexto, los rendimientos de los Treasuries amanecen mixtos. La tasa a 2 años recorta 1 pb, mientras la tasa a 10 años sube 1 pb. Así, el spread entre ambas se sitúa en torno a 0 pbs. **En cuanto al equity, los futuros previos al reporte mostraban fuertes bajas, pero ahora se dieron vuelta y el S&P 500 sube 0,1%.** Finalmente, los mercados emergentes (ETF EMB) ascienden 0,4%. Esto concuerda con lo mencionado anteriormente, la posibilidad de observar una crisis se aleja, al menos en el margen.

### La cautela prima en los mercados de renta fija emergente/frontera

En sintonía con la deuda de alto riesgo, **los Globales repitieron el optimismo ayer.** Así, la deuda soberana en dólares avanzó entre 0,6% y 1,1%. Este movimiento llevó a que, a una jornada de que termine la semana, el precio promedio ponderado por *outstanding* quede en US\$48,6. Esto representa un aumento de 0,8% en un día. En lo que va del mes, el tramo corto de la curva es el que lidera. El *new indenture* GD30 aumentó 1,1% ayer, mientras que el resto de la curva lo hizo en 0,6%/0,9%.

A una jornada de culminar la semana, **la deuda en dólares todavía no pudo superar la caída del martes.** En sintonía con los bonos similares a los Globales, ese día el precio promedio ponderado descendió de US\$48,6 a US\$47,9 (1,44%). El driver fue un golpe desde el frente internacional. **Las noticias negativas del PMI y el ISM habían traído más incertidumbre sobre el panorama de la Fed en cuanto a su política monetaria, lo que golpeó de lleno a la deuda de alto riesgo.** Los días posteriores, los mercados de bonos de créditos similares al nuestro se mantuvieron cautelosos. Los Globales tuvieron leves avances y solo el frente delantero de la curva puede exhibir verdes en lo que va de la semana (GD29 y GD30 suben 0,9%).

### Retorno total de Globales en lo que va de la semana



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

Por su parte, **los movimientos en el *premarket* no lucen tan alentadores para la deuda argentina.** En la mañana, tras conocerse el informe de empleo de EE. UU. de agosto, (ver “Tras el reporte de empleo, el mercado descuenta un doble recorte en septiembre”), los Globales descienden entre 0,1% y 0,2%, mientras países emergentes/frontera muestran tímidos avances. Como detallamos, el mal dato de empleo no dice que necesariamente la economía norteamericana se encuentre al borde de una recesión, sino más bien de un enfriamiento. Por lo tanto, un descenso en las tasas sin un escenario de crisis podría ser positivo para los activos emergentes.

### Expectativas inflacionarias: entre el Cepo y la inercia

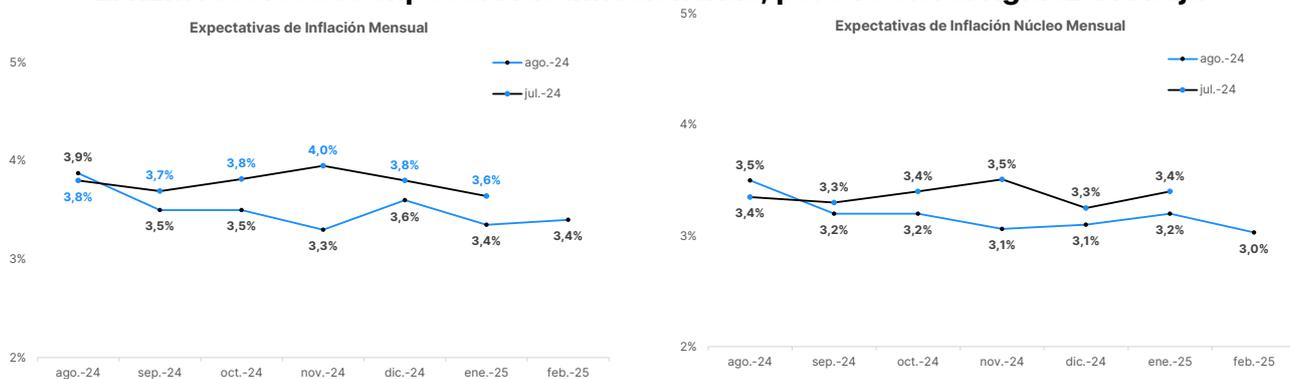
Ayer el BCRA publicó el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de agosto. Su relevancia radica en que, **en julio, el REM había sido el mejor predictor de la inflación:** esperaba 3,9% para la general versus 4% observado y 3,6% para la núcleo contra 3,8% observado. Tanto las mediciones de alta frecuencia como el mercado habían subestimado los registros oficiales.

El REM de agosto trajo una sorpresa. **Ajustó levemente al alza su expectativa de la general y núcleo para el mes corriente al momento de realizarse la encuesta.** Un hecho similar no ocurría desde diciembre, cuando se dio un fuerte ajuste de las expectativas inflacionarias tras el salto discreto del dólar oficial. El REM **prevé que la inflación general sea 3,9% en agosto** en comparación con el 3,8% anterior. Esta cifra se encuentra **en línea con lo anticipado por Caputo**, quien mencionó que sería similar al registro de julio (4%). A su vez, las consultoras encuestadas por el BCRA esperan que **la núcleo sea 3,5% vs 3,4% previo.**

¿Cuándo tendremos certezas sobre la inflación de agosto? **El INDEC publicará la medición oficial el próximo miércoles 11/09.** En tanto, hoy al mediodía el Instituto Estadístico de CABA informará la inflación para la Ciudad, que permitirá anticipar como podría venir lo relevado por el INDEC para GBA. Cabe recordar que esta región es la que mayor ponderación tiene en la canasta del IPC con un peso de 44,3%.

**Para los próximos meses, el REM corrigió a la baja prácticamente de manera paralela sus expectativas,** tal como venía sucediendo desde principio de año. El mensaje que sigue prevaleciendo es que habría una **cierta rigidez a la baja tanto de la inflación general como de la núcleo.** La reducción del impuesto PAÍS, que implicó una caída de 8,4% del tipo de cambio efectivo de importaciones, fue un **one shot para llevar el nivel de precios un escalón más abajo.** Así es como septiembre muestra una baja de 3,7% a 3,5%. Hacia adelante, la mayor perspectiva de no salida del cepo puede haber empujado a la baja las expectativas inflacionarias. Sin embargo, sigue percibiéndose cierto estancamiento **en 3,3/3,6% para la general y en 3/3,2% para la núcleo.**

### El REM recortó sus expectativas inflacionarias, pero ve cierta rigidez a la baja



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

La expectativa de desmantelamiento del cepo más incierta hace creer en un *crawling peg* de 2% más extendido y disipa la chance de un salto devaluatorio de corto plazo que reacelere la nominalidad (así sea transitoriamente). En este sentido, el REM recortó su expectativa de tipo de cambio nominal promedio para los próximos meses. Ahora la trayectoria prevista para el dólar oficial se encuentra **más alineada con un ritmo de devaluación que se mantiene en 2% mensual.**

### El REM no espera un salto discreto del TC en los próximos meses

Tipo de cambio nominal promedio				
Fecha	REM agosto	REM julio	Var.	Crawling 2%
ago-24	-	942,6	-	942,2
sep-24	961,9	963,8	-0,2%	961,1
oct-24	982,2	1.004,7	-2,2%	980,3
nov-24	1.002,3	1.036,1	-3,3%	999,9
dic-24	1.025,4	1.083,3	-5,3%	1.019,9
ene-25	1.089,8	1.130,5	-3,6%	1.040,3
feb-25	1.137,0	-	-	1.061,1

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

Por su parte, **el mercado continúa mucho más optimista que el REM respecto al sendero de desinflación por más que haya recalibrado al alza sus expectativas.** La inflación *breakeven* entre LECAPs y bonos ajustables por CER es 3,1% mensual promedio para agosto-diciembre. Esta cifra se ubica bien por debajo del 3,6% previsto por el REM para el mismo período.

### Una pausa en los máximos

El Merval marcó este miércoles un nuevo máximo desde 2018 en el impresionante rally que experimentó desde el lunes negro. **Ayer, se tomó un descanso al recortar 0,5% hasta US\$1.383.** Medida en pesos, la baja fue considerable, del orden de 1,8%, pero fue prácticamente explicado por el notable retroceso del tipo de cambio (-1,3%).

El panel líder de la bolsa local cerró con más rojos que verdes. Las acciones que mostraron la mejor performance fueron: **EDN (+3,1%), IRSA (+3,1%) y TRAN (+2,3%),** mientras que, del otro lado, las caídas de mayor magnitud estuvieron en **BYMA (-4,2%), ALUA (-3,7%) y TXAR (-3,7%).** En Wall Street, los papeles también mostraron variaciones mixtas. Los ganadores de la rueda fueron **EDN (+4,9%), IRS (+4,3%) y TEO (+4,3%),** al tiempo que **BIOX (-2,5%), VIST (-2,0%) y BMA (-1,7%)** estuvieron al frente de los rojos.

### Luego del máximo, el Merval retrocedió 0,5%



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

### Furor por los créditos argentinos en el mercado internacional

Luego de la exitosa colocación de YPF (US\$500 millones al 8,9% - cupón 8,75%), **Pampa Energía capturó US\$410 millones en un título con vencimiento en 2031 a un rendimiento del 8,25%** (cupón de 7,95% y precio de emisión de 98,429%). A su vez, recordamos que, como la operación tenía por finalidad extender la *duration* de su deuda, había lanzado una oferta de recompra por su ON con vencimiento en 2027. Destacamos que **la operación concluyó con la recompra de US\$396,8 millones de los US\$750 millones en circulación (52,9% del total)**.

Como si fuera poco, **YPF**, envalentonada por los buenos resultados de la colocación de su nueva ON clase XXXI con vencimiento en 2031, **emitirá obligaciones negociables adicionales por un monto de hasta US\$500 millones en canje por sus ON clase XXXIX con vencimiento en julio de 2025 (ticker local YCA60)**. En este caso **la relación de canje será uno a uno**, es decir, un nominal de la nueva clase XXXI por cada nominal de YCA60, siempre y cuando se ingrese al canje en el período de aceptación temprana, que se extiende hasta el 18 de septiembre en Nueva York (estimamos que dos días hábiles antes en Buenos Aires). Luego, la relación de canje será 0,95 nominales de la nueva emisión por cada nominal de la ON con vencimiento en 2025.

De esta forma, YPF presenta otra oferta atractiva en el período de aceptación temprana. Como habíamos sugerido en el [Daily Mercados de ayer](#), **la recompra nos parecía una buena oportunidad para ingresar en el período temprano y, con esos fondos, buscar nuevas oportunidades dentro de la curva de YPF**. En ese entonces sugerimos rotar hacia YMCIO o YMCJO, nuestros top picks en la curva local. Sin embargo, ahora la compañía ofrece directamente esta rotación, que permite captar el nuevo bono a la par. Si bien se pierde el premio de US\$1,25 cada 100 nominales de la recompra, se elimina el riesgo de compresión de la nueva emisión. En otras palabras, ir a la recompra esperando cobrar para comprar la nueva emisión podría ser contraproducente. Si la nueva emisión comprime hacia valores similares a los de YMCIO (7,9%) o YMCJO (8,2%), pasaría a valer al menos US\$103,5 (al 8,2%). De hecho, para no salir perdiendo por ingresar a la recompra y no el canje sería necesario que el nuevo bono no valga más de US\$101,25 *clean*. Ello implica que debería mantenerse por encima de una TIR de 8,7%, algo que vemos poco probable. En definitiva, **dadas las condiciones, parece más conveniente ingresar al canje que a la recompra**.

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy  
[psibaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psibaserrate@portfoliopersonal.com)

### **Pedro Morini**

Strategy Team Leader  
[pmorini@portfoliopersonal.com](mailto:pmorini@portfoliopersonal.com)

### **Natalia Denise Martin**

Analyst  
[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

### **Martín Cordeviola**

Analyst  
[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

### **Diego Ian Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Gerardo Stvass**

Analyst  
[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@portfoliopersonal.com)

### **Lautaro Casasco Herrera**

Analyst  
[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

### **Emiliano Anselmi**

Chief Economist  
[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

### **Melina Eidner**

Economist  
[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

### **María Solana Cucher Fajans**

Economist  
[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Delaney Intern**

[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@portfoliopersonal.com)

[www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com)

✉ [consultas@portfoliopersonal.com](mailto: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.