

23 de septiembre de 2024

Perspectivas de la semana

ppi

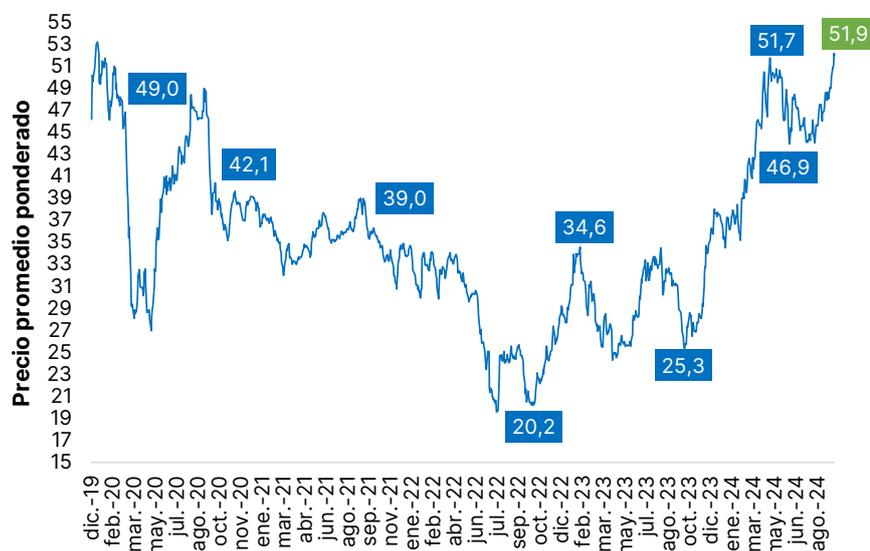
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

La deuda soberana en máximos del año

La atención se centró en el ámbito internacional, pero fue la renta fija en dólares nacional la que se llevó todo el protagonismo. Con las miradas puestas en la reunión de la Fed, los globales argentinos avanzaron casi 4% en la semana, mientras que el ETF EMB, compuesto de bonos emergentes, avanzó 0,7%. Teniendo en cuenta el beta alto de nuestra deuda, los soberanos tendrían que haber incrementado 1% para estar en línea con la referencia internacional. Este punto resalta el factor idiosincrático que impulsa nuestra deuda por sobre sus pares. Efectivamente, la performance de los globales se explica casi en un 82% por factores locales.

Así, la deuda soberana en dólares se tiñó de verde y alcanzó un nuevo máximo en el año tras batir el récord de abril. A pesar de un leve declive el martes y el viernes, los globales argentinos rebotaron entre 2,6% y 4,8% en Wall Street, lo que movió su precio promedio ponderado por *outstanding* hacia US\$51,9 (+3,8%).

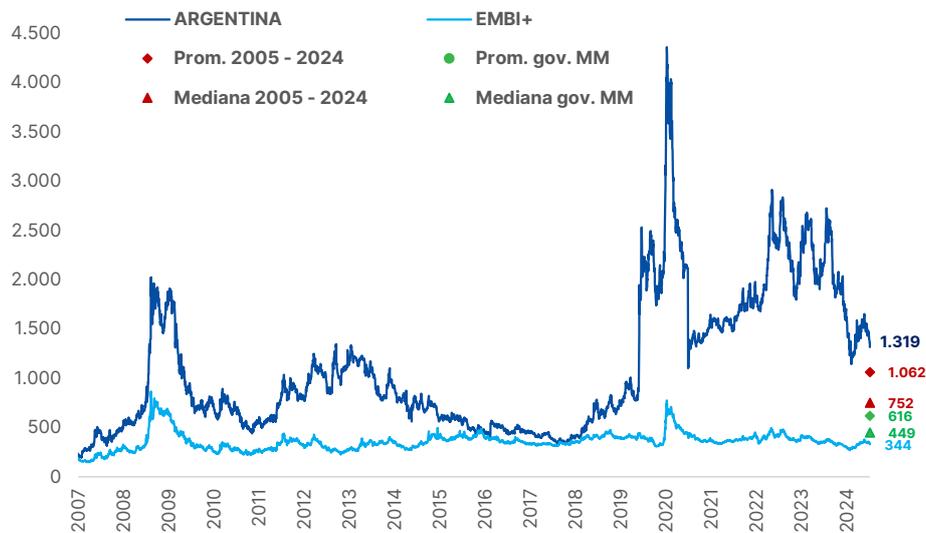
Los Globales superan el máximo de abril



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

Cabe resaltar que el riesgo país descendió 81 puntos básicos para asentarse en 1.319 puntos básicos. Valores que observábamos en mayo. En este contexto, el efecto *duration* siguió en primer plano: el tramo largo de la curva se destacó con el mayor incremento en precio. En efecto, los soberanos que preferimos, el GD35 y GD38 aumentaron ambos nada más y nada menos que 4,4% en dólares en la semana. Así, ya llevan acumulado un retorno de 7,6% y 7,1% en lo que va de septiembre.

El riesgo país comprime a valores de mayo



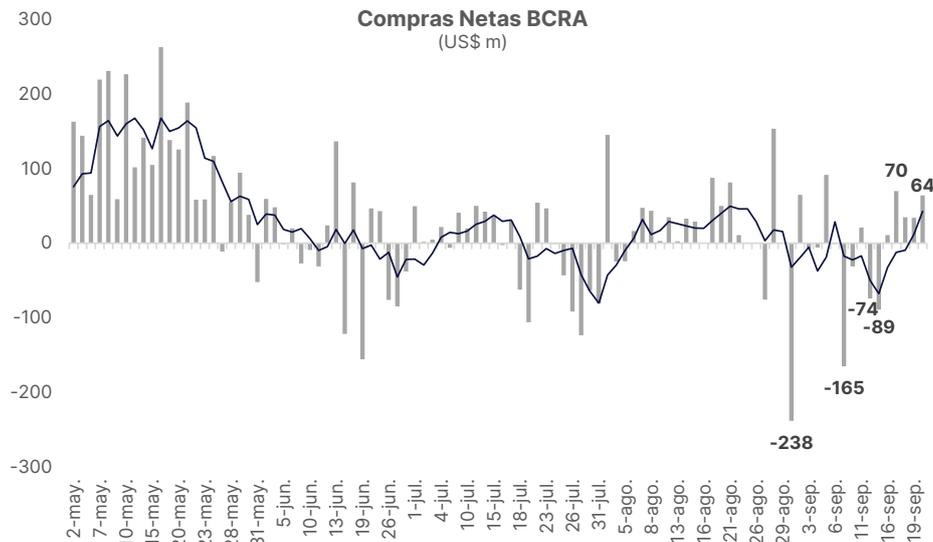
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: en el arranque de la semana la deuda soberana en dólares extiende la leve tónica bajista del viernes. Esto sucede en línea con bonos emergentes/frontera. Cabe preguntarnos, ¿podrán los Globales hilvanar otra semana de liderazgo?, ¿o los máximos del año podrían ser aprovechados como toma de ganancias? Aguardaremos a la evolución de las jornadas para observar su desempeño, en lo que sería la última semana para acceder al blanqueo de efectivo sin pagar penalidad. En línea con lo que podría dar un aire optimista, Milei ratificó en Wall Street los principales pilares que orientan su gestión libertaria, con especial énfasis en la política económica: el "inquebrantable" compromiso con el déficit cero. Haciendo una mención en lo que respecta al universo de pesos, mañana tendremos las condiciones de la licitación del Tesoro que se llevará a cabo el jueves 26. Estaremos analizando en nuestros informes el menú que ofrezca el MECON. Por otro lado, al igual que la semana anterior, el plano internacional no quedará fuera de foco. Como mencionamos en "¿El mercado compró la nueva proyección de la Reserva Federal?" la atención estará puesta sobre el nivel de actividad e inflación en Estados Unidos. En este sentido, los vaivenes internacionales podrían tener un correlato en nuestros bonos.

¿Mejora transitoria en la performance del BCRA?

El BCRA dio vuelta el partido. Había arrancado septiembre con el pie derecho, pero en la segunda semana tuvo un traspie. Revirtió su desempeño la última semana al hilvanar cinco ruedas de compras en las que acumuló US\$214 millones. Así, pasó de vendedor a comprador neto en septiembre con un saldo positivo US\$19 millones.

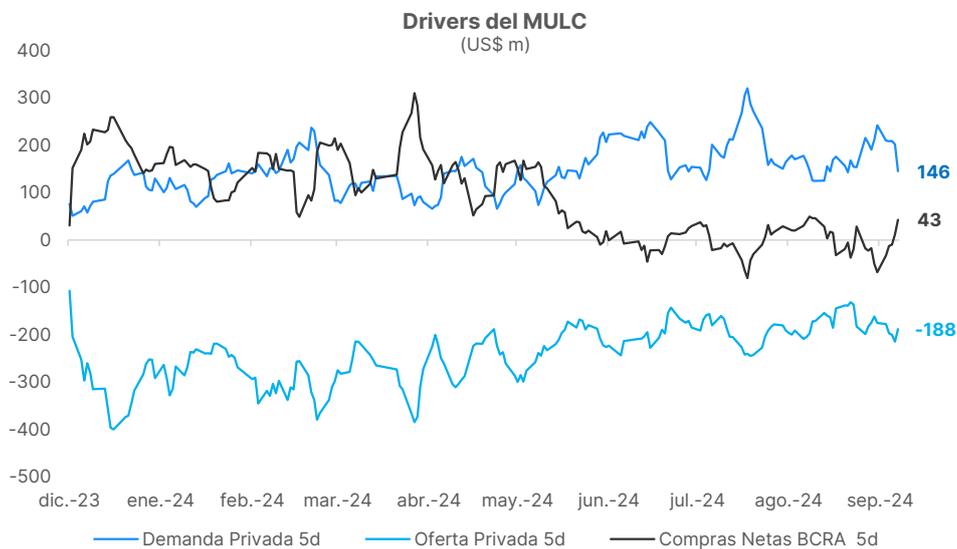
El BCRA pasó de vendedor a comprador neto



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

¿Qué cambió? El BCRA tuvo lugar para comprar porque la demanda privada desaceleró significativamente. Esta pasó de US\$243 millones diarios la semana anterior a US\$146 millones (media móvil cinco días). Estaría primando el efecto de haber postergado importaciones en agosto por la expectativa de reducción del impuesto PAÍS sin devaluación compensadora por sobre el solapamiento de las cuotas del “nuevo” y “viejo” esquema.

La demanda privada se desacelera y la oferta permanece estable



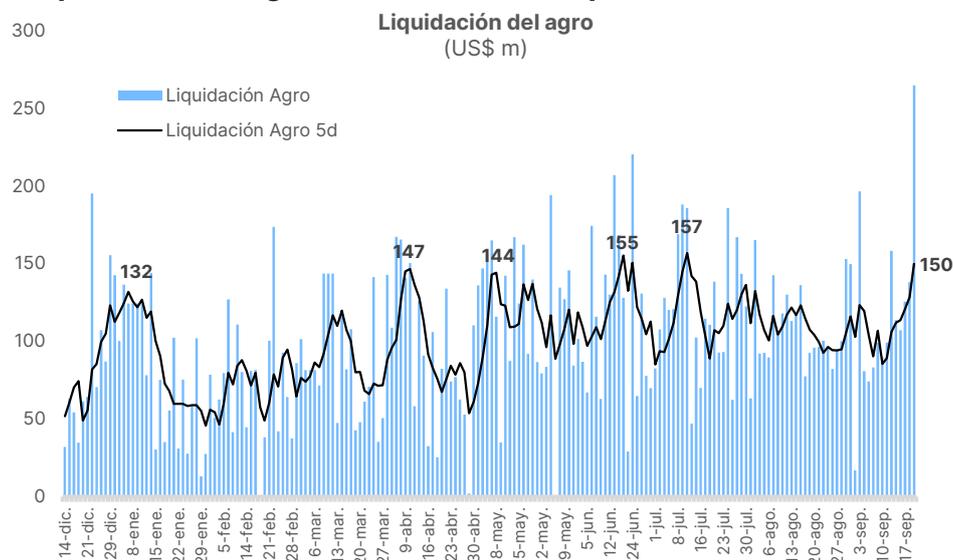
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Los datos de comercio exterior del INDEC van en línea con nuestra hipótesis. Las importaciones devengadas sin energía cayeron 12,2% mensual en agosto. La baja sería meramente transitoria. En septiembre, debería recomponerse el stock por el diferimiento de importaciones en agosto, sumado a que podría haber mayores importaciones por un rebote de la actividad económica. Dado el esquema actual de pago de importaciones (base caja no devengado), la demanda privada prepararía en octubre y noviembre producto de esto.

Lo que sigue igual es la oferta privada que permanece en niveles elevados para esta época del año. Aquí hay dos efectos que estarían contribuyendo a favor:

1. La liquidación del agro continúa traccionando a pesar de la estacionalidad. A modo de ejemplo, se liquidaron US\$126 millones el martes pasado, US\$138 millones el miércoles y US\$265 millones el jueves (último dato disponible al momento de escribir este informe). Esta última cifra es la más alta en toda la administración Milei. En consecuencia, la media móvil de cinco días de la liquidación se disparó de US\$85 millones el 10/09 a US\$150 millones, monto similar a los picos de junio y julio. Los exportadores tendrían mayores incentivos a liquidar y hacer tasa en pesos que hace unos meses atrás. La razón es que ganó mayor probabilidad el escenario de dilatación de salida del cepo y mantener el *crawling peg* en 2%.
2. El aumento de préstamos en dólares para la prefinanciación de exportaciones resulta en una mayor oferta en el mercado oficial. Esto amortigua la posible caída de la oferta producto de la estacionalidad.

La liquidación del agro se mantiene alta a pesar de la estacionalidad



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

Clave: el BCRA suele ser vendedor neto en las últimas ruedas de cada mes. Por lo tanto, podría revertir su buena performance de la semana pasada. ¿Será esta vez diferente? Más allá de lo que suceda en esta semana, la dinámica del mercado oficial se volvería más desfavorable para la acumulación de reservas a partir de octubre. Dejará de jugar a favor el efecto de diferimiento de importaciones de agosto a septiembre. En octubre deberán pagarse las primeras cuotas de estas importaciones postergadas. Por otra parte, todavía no se habrían transferido los US\$1.558 millones al Bank of New York para garantizar el pago de cupones de enero de Globales y Bonares. Hay que estar atentos a si hay novedades acerca de este tema.

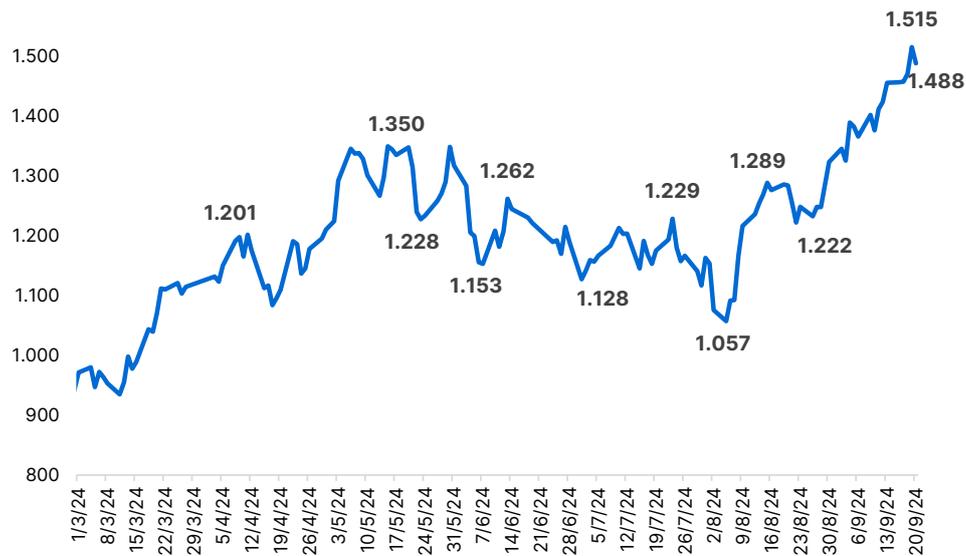
Una nueva semana, un nuevo máximo

El Merval no logró mantenerse por encima de los US\$1.500 y, el viernes, retrocedió 1,8% hasta US\$1.488. En la bolsa local, todo el panel líder cerró en rojo. BYMA (-3,9%), METR (-3,7%) y CEPU (-3,1%) registraron las pérdidas más pronunciadas, mientras que COME fue la única que cerró en positivo (+0,2%). En el exterior también primaron las caídas. BIOX (-3,6%), EDN (-3,5%) y CRESY

(-3,1%) estuvieron al frente de las bajas. Solamente CAAP (+0,5%) y DESP (+0,2%) pudieron esquivar la ola negativa para terminar la rueda en verde.

En la semana, el Merval marcó un nuevo máximo al alcanzar US\$1.515, niveles que no veíamos desde mediados de 2018. Contando el retroceso del viernes, el índice trepó 2,2% y los ADRs cerraron con variaciones mixtas. Estuvieron al frente de los aumentos LOMA (+11,0%), BMA (+9,3%) y TEO (+6,4%). En la esquina contraria, GLOB (-4,0%), BIOX (-3,7%) y TGS (-3,3%), tuvieron la peor performance de las últimas cinco ruedas.

El Merval aumentó 2,2% en la semana



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

Nuevas incorporaciones al Merval. En línea con la mayor actividad en el mercado bursátil local, es esperable que nuevas empresas comiencen a formar parte del panel líder. En marzo de este año, fue incluida IRSA y ahora fue el turno de Metrogas (METR). La consultora S&P Global anunció el pasado 13 de septiembre el ingreso de la empresa de distribución controlada por YPF a partir de este lunes al índice S&P Merval. En los últimos meses, METR había explicado gran parte del volumen operado en el panel general lo que motivó su inclusión en el panel líder.

Por otro lado, la semana pasada comenzaron a correr una serie de rumores respecto de la salida de la petrolera malaya, Petronas, del megaproyecto de GNL en conjunto con su socio YPF. Si bien no hay información oficial al respecto, un [medio especializado](#) sostiene que algunas declaraciones del presidente de YPF podrían dar indicios de que el proyecto no estaría avanzando. De cualquier manera, la empresa de origen asiático tendría que desembolsar US\$180 millones hacia el último bimestre del año, factor clave que podría definir la continuidad del proyecto. Recordemos que el proyecto de GNL es uno de los pilares del plan 4x4 de YPF y la inversión de los US\$30.000 millones estuvo en discusión por su localización, que finalmente terminó siendo Punta Colorada, en Río Negro.

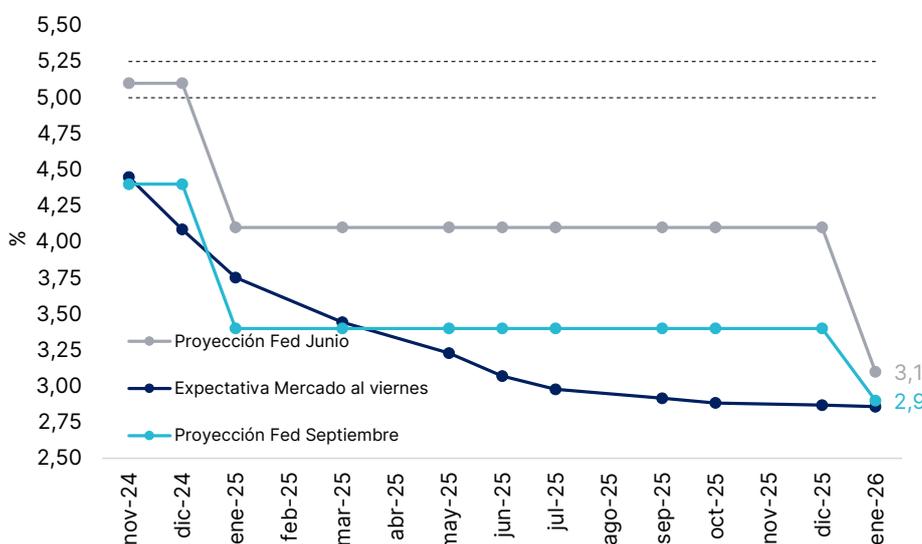
Clave: en la semana estaremos atentos a las novedades respecto del megaproyecto de GNL de YPF. La confirmación de los rumores sería una mala noticia, aunque no hay que descartar el ingreso de otros jugadores a un proyecto de este tipo. Por otro lado, seguiremos de cerca la evolución del Merval que, como mencionamos en otras oportunidades, comienza a parecerse caro en términos relativos frente de la deuda soberana *hard-dollar*. Aún así, si se aceleran los

flujos del blanqueo en la última semana de septiembre, no descartamos que continúe rompiendo máximos.

¿El mercado compró la nueva proyección de la Reserva Federal?

El mercado y la Fed ahora lucen más alineados. Antes de la decisión de política monetaria del miércoles pasado, el mercado anticipaba muchos más recortes de tasa que los proyectados por el organismo en su actualización de junio. Sin embargo, tras las nuevas proyecciones presentadas el miércoles pasado, las expectativas parecen haber convergido. El viernes los futuros de tasas de interés de los *Treasuries* esperaban que se redujera 75 pbs más en 2024 y 125 pbs en 2025. Cabe recordar que la Fed proyecta disminuirla en 50 pbs este año y 100 pbs el próximo. Según los comentarios de Powell, no debería tomarse la magnitud del primer recorte como el nuevo ritmo. Por eso, es probable que sean 25 pbs en noviembre y otros 25 en diciembre.

Proyección de la Fed vs expectativa del mercado



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

Clave: el foco de esta semana estará puesto sobre el nivel de actividad y la inflación. Hoy se conocerá la estimación preliminar del PMI de septiembre. El martes el *Conference Board* publicará la confianza del consumidor para septiembre. El jueves la Oficina de Análisis Económico (BEA) lanzará la tercera revisión del PIB para el segundo trimestre, junto con una estimación preliminar de las ganancias corporativas. Finalmente, el viernes se difundirá la inflación PCE de agosto, la medida favorita de la Reserva Federal para medir la evolución de los precios.

Lo que pasó

	PAIS	INDICADOR	PERIODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
16-sep	UE	Balance Comercial	Jul	15,5B	15,5B	17,5B
	UE	Costos Laborales	Jul	4,7%		5,1%
17-sep	US	Producción Industrial MoM	Ago	0,8%	0,1%	-0,6%
	US	Ventas adelantadas minoristas	Ago	0,1%	-0,2%	1,0%
	JAP	Indice Tertiary Industrial MoM	Jul	1,4%	0,9%	-1,3%
18-sep	US	Solicitudes de hipotecas MBA	Sep	14,2%		1,4%
	US	Construcción de viviendas	Ago	1356K	1310K	1238K
	US	Decisión de tasas FOMC	Sep	5,00%	5,25%	5,5%
	UK	IPC MoM	Ago	0,3%		-0,2%
	AR	PBI QoQ	2Q	-1,7%	-1,7%	-2,6%
19-sep	US	Peticiones iniciales de Desempleo	Sep	219K	230K	230K
	US	Reclamos Continuos	Sep	1829K	1840K	1850K
	UK	Tasa de interes del Banco de Inglaterra	Ago	5,0%		5,0%
	AR	Tasa de desempleo	Ago	7,6%		7,7%
20-sep	UK	Deuda del sector publico	Ago	13,7B		2,2B

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

Lo que vendrá

	PAIS	INDICADOR	PERIODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
23-sep	US	PMI Manufacturero	Sep			47,9%
	UE	PMI Manufacturero Eurozona	Sep		45,7	45,8
24-sep	JAP	IPP Servicios YoY	Ago		2,7%	2,8%
	US	Confianza del Consumidor	Sep		103,5	103,3
25-sep	AR	Índice de Actividad Economica YoY	Jul			-3,9%
	AR	Índice de Actividad Economica MoM	Jul			-0,3%
	US	Solicitudes de hipotecas MBA	Sep			14,2%
	BR	IBGE Inflacion IPCA-15 MoM	Sep			0,19%
26-sep	BR	Inversion Directa Extranjera	Ago			\$7258M
	AR	Confianza del Consumidor	2Q			41,46
	US	PBI Anualizado QoQ	2Q		2,9%	3,0%
	US	Ordenes de Bienes duraderos	Ago		-2,9%	9,8%
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Sep			219K
27-sep	US	Indice de precios Nucleo PCE MoM	Ago		0,2%	0,2%
	US	Indice de precios Nucleo PCE YoY	Ago		2,7%	2,6%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

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

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meider@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@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

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Analyst
dvlassich@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.