

30 de septiembre de 2024

Perspectivas de la semana

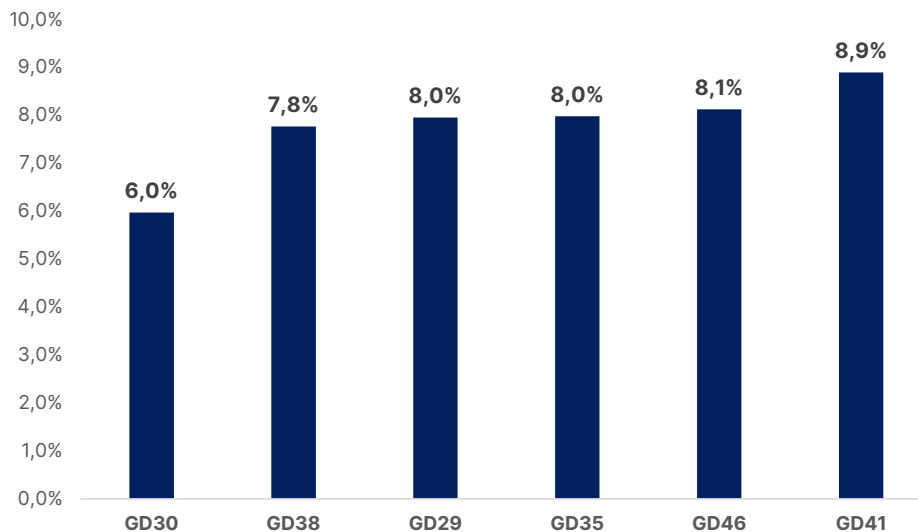
ppi

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

¿A poco de culminar el mes, cómo se encuentra la deuda *hard dollar*?

En una mala semana para emergentes, los Globales consolidaron su rally: se mantuvieron en máximos post-reestructuración. Siendo más precisos, a pesar de leves recortes el miércoles y el viernes, su precio promedio ponderado por outstanding se mantuvo en los US\$52, lo que supera el máximo que observamos en abril de este año. De esta forma, la deuda soberana en dólares avanzó 0,5% promedio en la semana. Así las cosas, los Globales se perfilan a tener un mes de retornos excelentes. A una rueda de culminar septiembre, la curva exhibe aumentos de hasta 8,9%.

Retorno total de Globales desde el 30 de agosto al 27 de septiembre

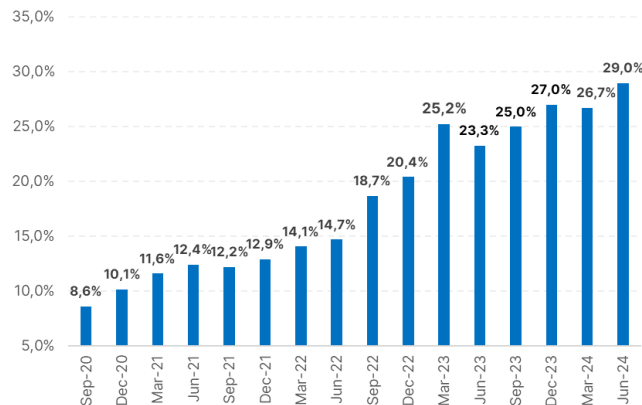


Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Volviendo a la performance semanal, no podemos dejar de mencionar que nuestra deuda superó a sus pares emergentes y frontera en dicho periodo. En esta línea, el ETF EMB retrocedió 0,1%, lo que denota la atmosfera no tan amigable para el segmento. Por su parte, a los créditos con calificación crediticia similar a nuestros bonos no les fue tan mal, pero no pudieron seguirles el ritmo a los Globales argentinos.

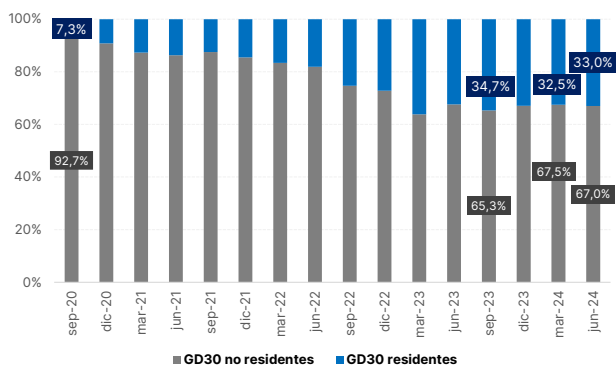
Por otro lado, el INDEC publicó el informe de “Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa” ([link](#)). Según los datos, para el segundo trimestre del 2024, los inversores no residentes disminuyeron parte de su tenencia de bonos en dólares. Cabe mencionar que esta dinámica se vio más marcada en el tramo largo. La inversión externa en GD35 pasó de casi 74,9% a 70,8%, la del GD38 de 78,6% a 77,1%, mientras que la del GD30 apenas cayó de 67,5% a 67%. Así, en líneas generales, los inversores no residentes recortaron la posición en bonos GD30/GD35/GD38 de 73% a 71,1%. Como contrapartida, los jugadores del mercado locales incrementaron esta posición de 26,7% a 29%. En tanto, la tenencia de instrumentos de legislación local por parte de no residentes cayó de 17% a 16,1%. Vale destacar que este movimiento ponderado fue explicado por la disminución de las tenencias del AL35/AE38 que superaron el incremento de participación en el AL30. Esta dinámica fue coincidente con la evolución de los precios del mercado, ya que la parte larga de la curva se llevó la peor parte durante la caída de mayo/junio.

Tenencia de residentes de Globales

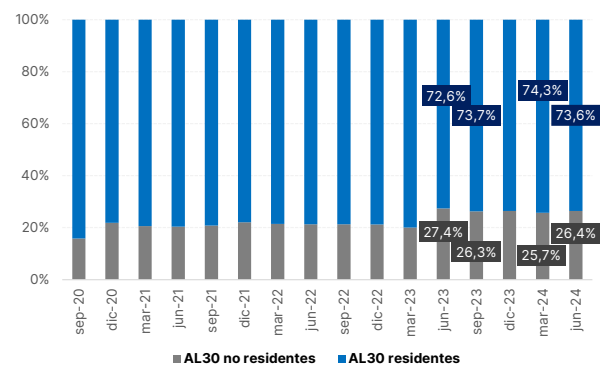


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Tenencia no residentes y residentes de GD30



Tenencia no residentes y residentes de AL30



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

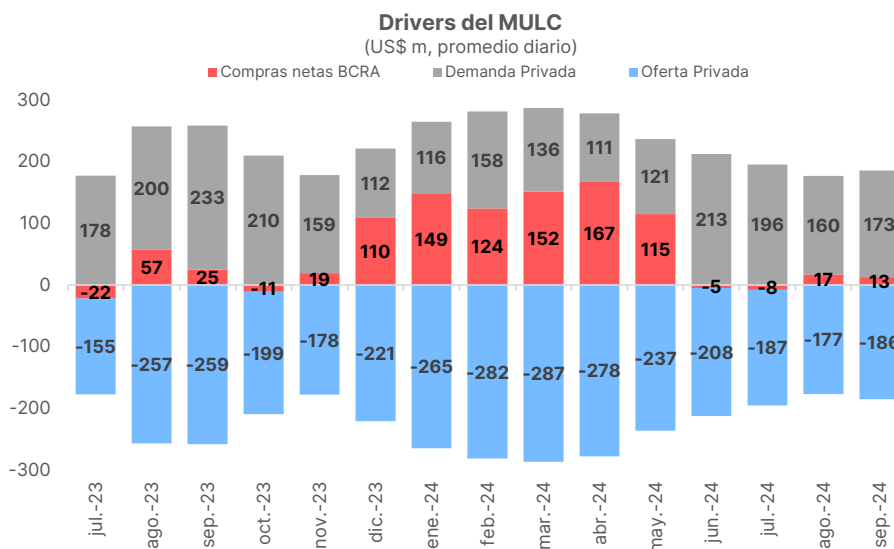
Clave: tras esta performance excelente de nuestra deuda durante septiembre, ¿qué tenemos que ver hacia adelante? Estaremos atentos a cómo impacta en los Globales la extensión del blanqueo. Además, observaremos si habrá definiciones sobre un REPO, cómo evoluciona la relación con el FMI y el saldo de la Cuenta Corriente. Al respecto del punto del REPO, según trascendió en la prensa, las negociaciones parecieran estar en marcha. El Gobierno podría haber recibido la primera oferta para obtener este préstamo. Puede leerse la nota al respecto [aquí](#). En cuanto al plano internacional, como mencionamos en "*El bullmarket parece un cuento chino*", tendremos novedades en cuanto a datos económicos que podrían impactar en la performance del segmento emergente/frontera.

Se acerca un octubre desafiante para la acumulación de reservas

El BCRA se perfila a cerrar septiembre con un saldo positivo en el mercado oficial. Con la compra de US\$75 millones del viernes, revirtió completamente las ventas por US\$30 millones del miércoles y US\$20 millones del jueves. Faltando sólo la rueda de hoy para terminar el mes, lleva adquiridos US\$256 millones. No obstante, todavía el partido no está definido. El BCRA fue vendedor neto en la última jornada de los últimos cuatro meses. Para tener de referencia, vendió US\$52 millones en la última rueda de mayo, US\$38 millones en la de junio, US\$81 millones en la de julio y US\$238 millones en la de agosto. Por ende, podría terminar con un saldo positivo más escueto.

Más allá de lo que suceda hoy, advertimos en reiteradas ocasiones que septiembre sería un mes particular para el BCRA. Dejamos abierta la posibilidad de que pudiera adquirir divisas, a pesar de que se solaparan las cuotas del “viejo” y “nuevo” esquema de pago de importaciones. Creíamos que este efecto estaría suavizado por la postergación de importaciones de agosto a septiembre ante la expectativa de baja del impuesto PAÍS sin salto discreto compensatorio. Diferir la nacionalización de la mercadería implicaba acceder a un tipo de cambio efectivo para importar 8% menor. Esto redundó en menores importaciones devengadas en agosto y, por ende, menores base caja en septiembre. En consecuencia, el salto de la demanda privada (las importaciones son su principal componente) fue mucho menor del previsto al momento en que se lanzó el nuevo régimen de pago de importaciones. Aceleró en el margen de US\$160 millones promedio en agosto a US\$173 millones en septiembre.

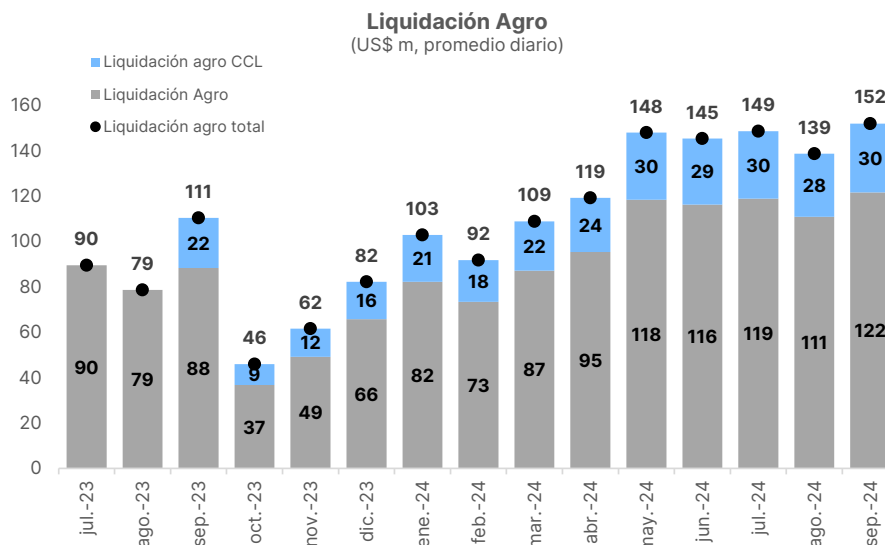
Demanda privada contenida y oferta elevada durante septiembre



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

Otro factor que también contribuyó positivamente con la performance del BCRA fue que la oferta privada se mantuvo en niveles muy elevados para esta época del año. Aquí ayudó que la liquidación del agro fuera algo mayor que en agosto, en contra de lo que marca la estacionalidad. Recordamos que, típicamente, la liquidación del sector desacelera marcadamente entre septiembre y noviembre, cuando alcanza un mínimo en el año. Recién en diciembre empieza a rebotar con la entrada de las divisas de la cosecha fina. A contramano de lo esperado, la liquidación del agro trepó de US\$139 millones a US\$152 millones, lo que supera incluso los niveles de mayo-julio (período de alta estacionalidad). Dado que el *blend* sigue en pie, sólo el 80% de esta liquidación se canalizó por el mercado oficial. Es decir, US\$122 millones se liquidaron por el MULC frente a US\$111 millones en agosto. Consideramos que el aumento en la probabilidad de que el *crawling peg* de 2% mensual se extienda por un mayor tiempo habría impulsado el *carry* y, por ende, la liquidación.

La liquidación del agro se mantuvo en niveles atípicos para esta época del año



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

Clave: octubre será otra historia. Creemos que el BCRA no correría la misma suerte que en septiembre. La dinámica del mercado oficial se tornará más desafiante para la acumulación de reservas. Por el lado de la demanda, dejará de jugar a favor el efecto de haber diferido importaciones. Ahora comenzarán a pagarse las importaciones postergadas de agosto a septiembre. El BCRA pasará de enfrentar cuotas por 125% (25% de importaciones devengadas de mayo, 25% de junio, 25% de julio y 50% de agosto) a 150% en octubre (25% de junio, 25% de julio, 50% de agosto y 50% de septiembre). Es decir, linealmente, sería un 20% más de las importaciones que van por el esquema. No obstante, al contrario de lo que sucedió en septiembre, las “nuevas” importaciones que comienzan a acceder al MULC son más altas tanto por recomposición de stocks como por repunte de la actividad. Recordamos que las importaciones estuvieron retraídas en agosto (las importaciones devengadas sin energía cayeron más de 12% mensual), a la espera de la baja del impuesto PAÍS. Por el lado de la oferta, la estacionalidad marca que la liquidación del agro debería desacelerarse desde los niveles actuales, lo que podría retrotraer la oferta privada.

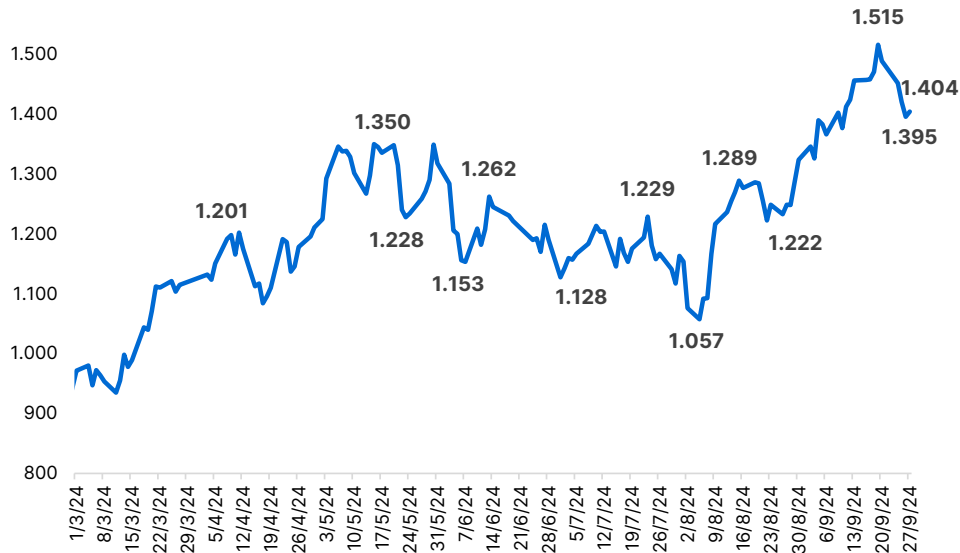
Un viernes verde para el Merval

El Merval logró cortar con la racha de cinco jornadas consecutivas a la baja en las que perdió 7,9% desde su último máximo de la era Milei. Este viernes subió 0,6% y logró ubicarse nuevamente por encima de los US\$1.400, tocando US\$1.404. Ello fue posible gracias a que la mayoría de las acciones del panel líder cerraron en verde. COME (+5,2%), TRAN (+4,6%) e IRSA (+3,9%) encabezaron el podio ganador, mientras que LOMA (-3,5%), TGSU2 (-2,3%) e YPFD (-1,7%) registraron las mayores pérdidas. Por su parte, en Wall Street, los ADRs argentinos terminaron la jornada con variaciones mixtas. IRS (+4,1%), BBAR (+1,7%) y BMA (+1,5%) estuvieron al frente de las subas. En tanto, LOMA (-4,5%), TGS (-2,1%) y MELI (-1,7%) tuvieron la peor performance del día.

En la semana posterior al último máximo de US\$1.515, el Merval devolvió parte de lo ganado. En concreto, desde último máximo cayó 7,3% y, en la última semana, 5,7%. En este contexto, la mayor parte de los ADRs terminaron a la baja. Uno de los sectores más afectados fue el bancario con SUPV (-10,8%) y BMA (-10,3%) enfrentando las mayores pérdidas. TEO (-9,3%) completó la terna de los más perjudicados. En la otra esquina, dos empresas menos relacionadas al contexto local

como GLOB (+4,5%) y DESP (+1,8%) estuvieron al frente de los verdes en la semana, seguidas por IRS (+1,6%), CRESY (+1,6%) y CAAP (+0,9%).

Luego de alcanzar su máximo en seis años, el Merval cedió terreno



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

Clave: en la semana seguiremos de cerca la evolución relativa entre el Merval y la deuda soberana en dólares. Si bien el índice retrocedió desde sus máximos, siguiendo nuestro ejercicio de riesgo país/Merval para 2023 y 2024, aún pareciera caro frente a los Globales. En este sentido, un Merval de US\$1.404, en términos históricos, se condice con un riesgo país más cercano a los 1.100 puntos básicos (pbs) que con los 1.300 pbs actuales. Por ello, aun si las acciones no corrigieran, podríamos esperar un mejor desempeño de la deuda soberana *hard-dollar* en términos relativos. Por otro lado, el Banco Galicia emitirá una ON internacional esta semana. Estaremos atentos a los resultados ya que es la primera emisión de deuda internacional de un banco desde el Gobierno de Macri. Cabe destacar que, con excepción del Telecom, las demás compañías que tuvieron éxito en la emisión de ONs internacionales en los últimos meses, pertenecen al sector de Oil&Gas.

El bull market parece un cuento chino

Tras los anuncios del Banco Popular de China el martes pasado y del Politburó el miércoles, las acciones chinas mostraron una excelente performance los últimos días. Cabe recordar que los principales índices bursátiles de China son el HSI, que refleja el desempeño de las empresas más importantes de Hong Kong, y el CSI 300, que sigue a las grandes compañías que cotizan en las bolsas de China continental. Ambos índices lograron ganancias significativas la semana pasada: el CSI 300 avanzó un 16,3% y el HSI, un 13,3%.

Esta semana, las acciones chinas iniciaron con fuerza y completaron una racha de 9 ruedas consecutivas al alza. El CSI 300 saltó 8,5% hoy, marcando su mayor avance diario desde 2008, mientras que el HSI registró un crecimiento más moderado del 2,5%. El *bull market* se acelera en la antesala de la "Semana Dorada del Día Nacional" en China, que consta de 7 días consecutivos de descanso para celebrar la fundación de la República Popular China en 1949.

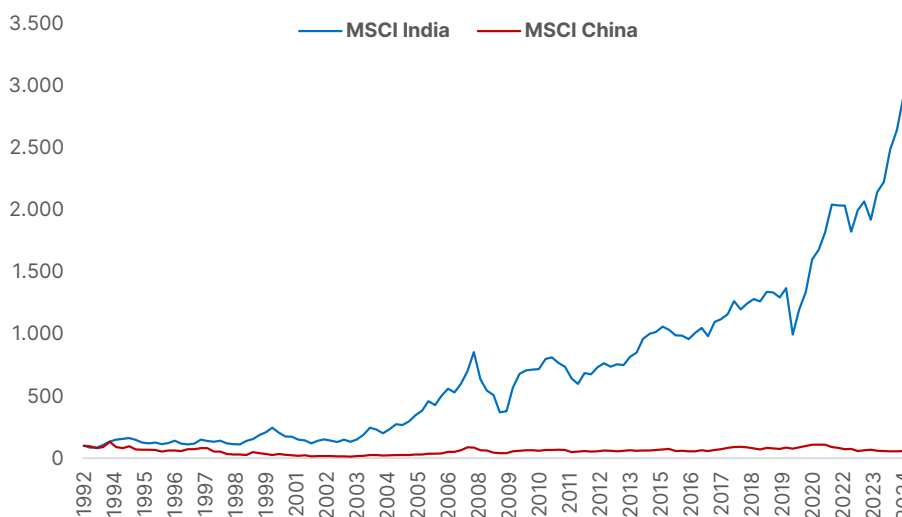
Evolución del CSI 300 (China continental)
(en US\$)



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

A modo de comparación, las acciones chinas perdieron en términos reales durante los últimos 30 años, al tiempo que las acciones indias exhibieron una excelente evolución. Al menos eso reflejan los índices del MSCI (observar gráfico debajo). A pesar de las dificultades que enfrenta China este año, sigue siendo uno de los principales casos de crecimiento económico en las últimas décadas. Lo particular es que el rendimiento de sus acciones no acompañó ese ciclo de expansión.

Evolución de las acciones en China vs India
(BASE= 31 de diciembre 1992)



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

La explicación de este fenómeno se llama política industrial. El gobierno del gigante asiático subsidia ciertos sectores de la industria y garantiza que el dinero se invierta, en lugar de ser distribuido entre los accionistas como dividendos. Bajo esta premisa, no es raro observar un sector industrial que logró desarrollarse y competir a nivel mundial, a pesar de que el mercado bursátil no marchó al mismo ritmo. Las empresas que reciben incentivos para invertir

constantemente, construir nuevas fábricas, contratar más personal y aumentar su gasto en I+D no suelen devolver mucho efectivo a los accionistas.

Gran parte de la explicación del *bull market* observado en las acciones chinas los últimos días se debe a que, entre las medidas propuestas por el Politburó, se contempla un enfoque de estímulos promercado. Esto podría derivar en que las grandes empresas que mencionamos, dedicadas a la industria, comiencen a devolver parte de su crecimiento a los accionistas.

Clave: en gran parte, China pudo lanzar su paquete de estímulos una vez que la Reserva Federal comenzó su ciclo de baja de tasas. Sin duda, el éxito de estas medidas estará condicionado a lo que suceda en Estados Unidos. Tras el dato del PCE de la semana pasada en el país norteamericano, deducimos que la lucha contra la inflación la estaría ganando la Fed y, por el momento, el escenario de recesión parece lejano. Esta semana se esperan más novedades. El viernes, se publicará el reporte de empleo correspondiente a septiembre, y el mercado anticipa que la tasa de desempleo se sitúe en 4,2%, igualando la lectura de agosto. Por su parte, la Fed elevó su proyección de desempleo a 4,4%, posiblemente buscando calmar las expectativas ante una posible aceleración en los próximos meses. Previo a esto, habrá una serie de datos relacionados con la actividad económica y el mercado laboral que marcarán el termómetro en Wall Street. Mañana se conocerán las vacantes de empleo (JOLTS) de agosto y el ISM manufacturero de septiembre. El miércoles, se publicará la estimación de creación de empleo (nóminas no agrícolas) de la consultora ADP. Finalmente, el jueves, se divulgarán los datos semanales de desempleo, la revisión final del PMI de septiembre y el ISM de servicios del mismo mes.

Lo que pasó

	PAIS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
23-sep	US	PMI Manufacturero	Sep	48,6		47,9
	UE	PMI Manufacturero Eurozona	Sep	44,8	45,7	45,8
24-sep	JAP	IPP Servicios YoY	Ago	2,7%	2,7%	2,8%
	US	Confianza del Consumidor	Sep	98,7	103,5	103,3
	AR	Llamado licitación Tesoro	-	-	-	-
25-sep	AR	Índice de Actividad Económica YoY	Jul	-1,3%	-4,2%	-3,9%
	AR	Índice de Actividad Económica MoM	Jul	1,7%		-0,3%
	US	Solicitudes de hipotecas MBA	Sep	11,0%		14,2%
	BR	IBGE Inflación IPCA-15 MoM	Sep	0,13%		0,2%
	BR	Inversión Directa Extranjera	Ago	\$6104M		\$7258M
26-sep	US	PBI Anualizado QoQ	2T	0,03%	0,03%	0,03%
	US	Ordenes de bienes duraderos	Ago	0,0%	-2,9%	9,8%
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Sep	223K		219K
	AR	Licitación Tesoro	-	-	-	-
27-sep	US	Índice de precios PCE YoY	Ago	2,2%	2,3%	2,5%
	US	Índice de precios PCE MoM	Ago	0,1%	0,1%	0,2%
	US	Índice de precios Núcleo PCE YoY	Ago	2,7%	2,7%	2,6%
	US	Índice de precios Núcleo PCE MoM	Ago	0,2%	0,1%	0,2%
	AR	Evolución del Mercado de Cambios y Bce Cambiario	Ago	-	-	-

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

Lo que vendrá

	PAIS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
30-sep	UK	PBI QoQ	2T		0,6%	0,6%
	UK	PBI YoY	2T		0,9%	0,9%
	JAP	Tasa de desocupación	Ago		2,6%	2,7%
1-oct	US	Aperturas de empleos JOLTS	Ago		7693K	7673K
	US	ISM Manufacturero	Sep		47,7	47,2
	AR	Recaudación Tributaria	Sep			11764.1B
2-oct	US	Cambios de empleo ADP	Sep		120K	99K
	US	Solicitudes de hipoteca MBA	Sep			11,0%
	BR	Producción Industrial MoM	Ago			-1,4%
	BR	Producción Industrial YoY	Ago			6,1%
3-oct	US	ISM Servicios	Sep			51,5
	US	Órdenes de Bienes Durables	Ago		0,0%	0,0%
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Sep			218K
4-oct	US	Cambio en nóminas no agrícolas	Sep		110K	142K
	US	Tasa de desempleo	Sep		4,2%	4,2%
	US	Tasa de participación laboral	Sep		62,7%	62,7%
	AR	Relevamiento de Expectativas de Mercado	Oct	-	-	-

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
dvllassich@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.