

06 de junio de 2023

# Daily Mercados

ppi

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

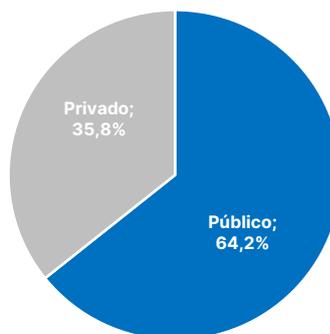
### Un canje para suavizar vencimientos en meses claves

Tal como señalaban los rumores, el Tesoro lanzó las condiciones de la operación de deuda en pesos de este jueves **para disminuir los pagos desde junio hasta septiembre**. Recordemos que en estos cuatro meses los pagos totales que debe enfrentar Finanzas alcanzan los \$10.495.000 millones (alrededor de 7,9% del PBI), pero de acuerdo con nuestras estimaciones la parte privada se limita al 39,5% de ese monto (3,2% del PBI). De esta manera, la deuda elegible que seleccionó el Tesoro representa el 88,6% de los pagos totales de estos 4 meses. La operación consiste en canjear 7 instrumentos elegibles (X16J3, TDL23, X18L3, T2V3, S31L3, T2X3 y TDS23) por 4 nuevos instrumentos con vencimientos a partir de agosto de 2024. Entre los nuevos títulos encontramos un BONCER al 13 de diciembre de 2024 y tres nuevos DUALES al 30 de agosto de 2024, 29 de noviembre de 2024 y 31 de enero de 2025. Siguiendo la estructura de las últimas veces, **los títulos se tomarán a valor técnico y los nuevos instrumentos se licitarán por precio**. Habrá un pliego por opción de cada título elegible. A simple vista, los bonos duales, en primer lugar, y luego el BONCER23, deberían presentar los niveles de adhesión más altos dado que estimamos la mayor tenencia pública en esos títulos. Por el contrario, en las dos Leceres y el BOLI3 (T2V3) la adhesión esperamos que sea significativamente más baja. En el agregado, **calculamos que la tenencia del sector público en la deuda elegible se ubica alrededor de 64%**, por lo cual creemos que este será un nivel clave para analizar la aceptación genuina del sector privado.

#### Estimaciones tenencias por cada título elegible

	X16J3	TDL23	X18L3	T2V3	S31L3	T2X3	TDS23
Total \$	497.033	3.171.327	615.013	528.031	99.248	2.271.673	2.119.705
Private \$	486.188	470.923	570.649	498.693	53.212	612.492	633.943
<b>Private %</b>	<b>97,8%</b>	<b>14,8%</b>	<b>92,8%</b>	<b>94,4%</b>	<b>53,6%</b>	<b>27,0%</b>	<b>29,9%</b>
Public \$	10.845	2.700.404	44.364	29.339	46.036	1.659.181	1.485.763
<b>Public %</b>	<b>2,2%</b>	<b>85,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>5,6%</b>	<b>46,4%</b>	<b>73,0%</b>	<b>70,1%</b>

#### A nivel agregado



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

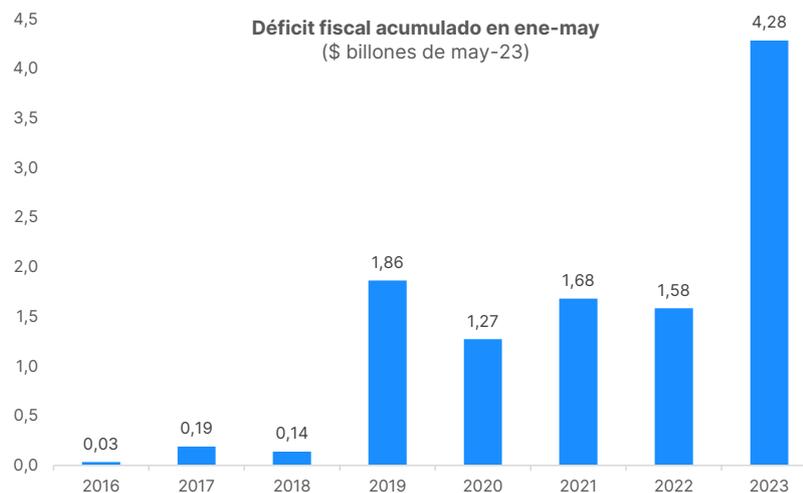
Al leer las condiciones **nos pareció interesante la ausencia del Dual a junio (TDJ23)** en el listado de la deuda elegible. **¿A qué se deberá?** Haciendo memoria, una de las grandes críticas que había recibido el canje anterior era la falta de instrumentos para manejar la liquidez de corto plazo (incluso por parte de organismos públicos). Esta vez no es la excepción mirando el canje en sí. Sin embargo, haber exceptuado al TDJ23 de esta operación quizás fue una alternativa (negociada) de brindar esa liquidez de corto plazo. Además, vale aclarar que el **TDJ23 es el bono con la menor tenencia pública de todos los duales**.

#### El lado "B" de la suba de tasas

**Los relevamientos de alta frecuencia indican que la inflación habría continuado acelerándose** en mayo desde el 8,4% de abril. Precisamente, la mediana de las encuestas la sitúa en 8,9%, mientras que el promedio en 8,8%. Vale resaltar que todas las mediciones en nuestra muestra se ubican por encima de la inflación de abril, posicionándose en el **rango 8,5/9,1%**. Por si fuera poco, algunos

economistas sugieren que los datos de alta frecuencia estarían subestimando la inflación de mayo, como ya ocurrió en marzo y abril, por lo que la dinámica de precios podría ser mucho más preocupante que a primera vista. Bajo este escenario, **consideramos que el BCRA no tendrá otra alternativa que volver aplicar un hike de tasas** luego de que el INDEC publique el dato oficial el 14 de junio. ¿Cuál sería la razón detrás de esta decisión? **Evitar que la nominalidad se espiralice** en un contexto que el exceso de pesos sería más de 8,3% del PBI en base a nuestros cálculos, conteniendo la presión dolarizadora ante tasas reales persistentemente negativas.

### Déficit cuasifiscal récord para los primeros cinco meses del año



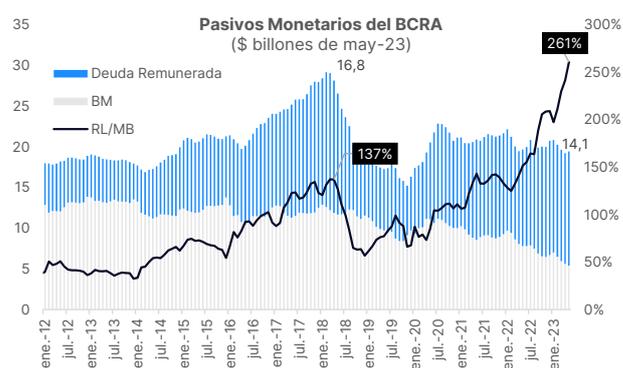
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

No obstante, **el lado "B" de esta estrategia es una abultada carga de intereses de los pasivos remunerados del BCRA**, que se convirtió ya hace tiempo en el principal factor de expansión monetaria. En este sentido, **el déficit cuasifiscal alcanzó \$939.450 millones** o 0,62% del PBI en mayo (con un PBI mensual de mayo \$152 billones), **totalizando la friolera suma de \$4,3 billones** o 2,8% del PBI de **en lo que va de 2023**. De esta forma, más que duplica los \$1,6 billones emitidos por esta vía en los primeros cinco meses de 2022 y también al récord anterior de \$1,9 billones en 2019. La "maquineta" está lejos de apagarse por este factor, sino más bien estimamos que se emitirían más de \$1 billón (0,6% del PBI) por intereses en junio. Esto se explica tanto por una mayor tasa aplicada (a causa de las reiteradas subas de las tasas en pesos) como por un voluminoso stock, lo cual hace que **el déficit cuasifiscal tenga una dinámica recursiva que lo llevará a seguir manteniéndose en niveles récord**. En relación con el primer punto, la tasa de interés aplicada a los pasivos remunerados es de 151,9% de TEA (promedio ponderado), marcando un nuevo récord ya que supera a la tasa de 128,5% de septiembre 2019. Por el lado del stock, los \$14,1 billones promedio de mayo no superan en términos reales a los \$16,8 billones de marzo 2018, previo a la crisis de las LEBAC. Sin embargo, en relación a la base monetaria, el ratio se disparó desde un máximo de 137% en abril 2018 (promedio del mes) al récord de 261% -niveles no vistos desde fines de los '80s-. Paradójicamente, **el déficit cuasifiscal es el mal menor**, ya que solo basta imaginar el contrafáctico de si el stock mencionado fuese emitido. Una espiralización de la nominalidad sería prácticamente inevitable con una inflación viajando de mínima a 172% anualizado en los últimos dos meses (considerando 9% en mayo). En otras palabras, podría pensarse como el costo que tiene que pagar el BCRA para evitar que la inflación sea mayor hoy y, así, postergarla para el futuro.

### La suba de tasas del BCRA incrementó el costo del déficit cuasifiscal



### El ratio deuda remunerada/base monetaria en niveles récord

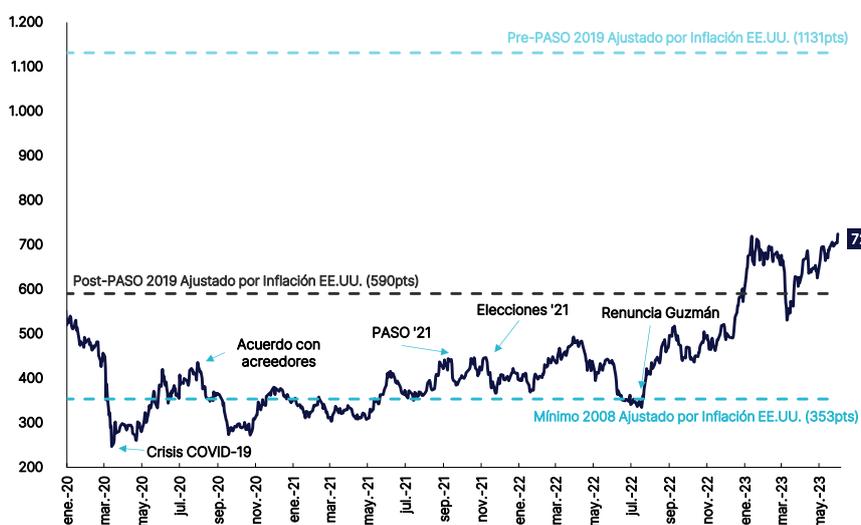


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Nuevo máximo desde agosto 2019

**Junio arrancó fuerte para el principal índice bursátil argentino.** Desde su inicio, el S&P Merval no tuvo días por debajo de los 700 puntos. De esta forma, **ayer alcanzó su máximo en el año y desde las PASO de 2019.** Recordemos que previamente, el pico se encontraba en enero de este año, cuando tocó los US\$719 con un riesgo país de 1.884 puntos. **Ayer, con un riesgo país aproximadamente 600 puntos superior, culminó en US\$724.** El impulso vino por el índice en pesos, que se elevó 2,24% en la rueda ante un panel donde únicamente ALUA no alcanzó los verdes (-0,54%). Los protagonistas del ascenso fueron EDN (+10,28%), TECO2 (+6,25%) y el sector bancario, representado por SUPV (+4,02%), GGAL (+3,99%) y BBAR (+3,33%). Ante la falta de drivers reales, **creemos que este rally se atribuye al trade electoral** en un mes que estará caracterizado por las presentaciones de alianzas, listas de precandidatos, y donde ya se empiezan a vislumbrar ciertas tensiones que dan pistas al mercado de lo que se avecina. En especial al considerar que las acciones que vemos liderar las ganancias son aquellas que más afectadas están por regulaciones estatales.

### Evolución Merval en dólares (CCL acciones)



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

Para los papeles argentinos cotizando en Wall Street, la rueda también fue sumamente positiva. **De los diecinueve ADRs, dieciséis cerraron por encima del cero**, siendo protagonistas quienes lideraron en el panel local. Por el contrario, los rojos fueron tres, encabezados por GLOB, que tropezó 7,46%. La escoltaron DESP (-2,86%) y CAAP (-0,46%).

**Por el lado de los certificados de depósitos, la ronda fue más bien negativa.** La calma e incluso leve retroceso del dólar, sumado a una performance débil de los principales índices norteamericanos llevaron a que **seis de los nueve CEDEARs de ETFs finalicen en pérdida**. IWM fue el más golpeado, cayendo 1,21%, seguido por DIA (-0,64%) y XLE (-0,59%). Para este último, llama la atención que si bien el reciente anuncio de la OPEC+ favoreció a los precios del crudo (WTI +0,8%), no alcanzó para el vehículo que engloba a las empresas vinculadas a su producción.

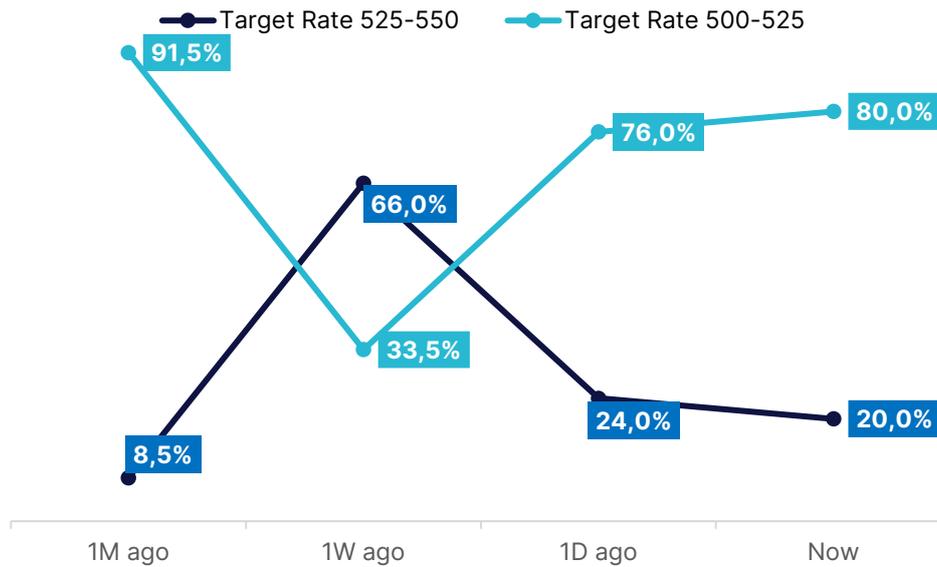
Variaciones ADRs (por mayor variación diaria)					Variaciones CEDEARs (por mayor variación diaria)				
	1D	WTD	MTD	YTD		1D	WTD	MTD	YTD
EDN	9,35%	9,35%	24,34%	46,43%	BBD	2,19%	2,19%	9,93%	67,22%
TEO	6,94%	6,94%	14,43%	7,02%	FMX	2,02%	2,02%	8,22%	92,12%
GGAL	4,31%	4,31%	3,88%	32,39%	EBAY	2,00%	2,00%	7,82%	58,44%
CAAP	-0,46%	-0,46%	7,06%	23,37%	MMM	-4,31%	-4,31%	6,44%	17,78%
DESP	-2,86%	-2,86%	0,31%	25,93%	HPQ	-4,57%	-4,57%	1,89%	61,96%
GLOB	-7,46%	-7,46%	-5,04%	3,80%	GLOB	-7,52%	-7,52%	-4,01%	50,85%

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

### Nuevos datos de actividad apuntan a una desaceleración

**Ayer se conocieron diferentes indicadores relacionados a la evolución de la actividad norteamericana, los cuales muestran cierta desaceleración de la economía.** En este sentido, los pedidos de fabricas registraron un crecimiento menor al esperado en abril (0,4% vs 0,8% esperado), desacelerando desde 0,9% observado en marzo. A su vez, las ordenes de bienes durables crecieron un 1,1%, en línea a lo esperado, aunque cuando se observan los pedidos por durables excluyendo transportes, se registra una caída de 0,3%, la cual fue ligeramente mayor a la esperada por el mercado (-0,2%). **La desaceleración de la actividad también se ve en el sector servicios.** En este sentido, la encuesta PMI de servicios de S&P Global marcó un valor de 54,9 en mayo (55,1 esperado), y desacelerando con respecto al resultado de un mes anterior (55,1). **Ante los nuevos resultados, los mercados de futuros asignan una probabilidad de solamente 20% a un posible aumento de tasas en la próxima reunión de la FED**, una cifra menor a la registrada antes de conocerse los datos (25%) y considerablemente menor a lo registrado una semana atrás (66%).

## Probabilidad de rango de tasas de la FED (Reunión de junio)

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

**En este contexto, los futuros de los principales índices bursátiles abren a la baja.** Tanto el Dow, el Nasdaq, como el S&P500 muestran caídas en torno al 0,10%/0,15%. **Mientras tanto las tasas de los bonos del Tesoro se muestran mixtas.** Los rendimientos a 1 y 3 meses registran leves caídas (2bps aproximadamente), mientras que las tasas de 2, 5 y 10 años registran subas en la misma magnitud. **Por su parte los commodities, abren mixtos.** El WTI muestra una caída del 2,1% hasta US\$70,6 por barril, mientras que el Brent cotiza en US\$75,3 por barril, un 1,9% menos que en el cierre de ayer. A su vez, el oro se mantiene estable en los US\$1.962 por onza. Mientras que el trigo registra un alza del 2,6% (+8% con respecto a una semana atrás), luego de que Rusia destruyera una represa en Ucrania, lo cual podría afectar el transporte de la producción del cereal.

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

### **Lucas Caldi**

Corporate Credit Team Leader

lcaldi@portfoliopersonal.com

### **Diego Ilan Méndez**

Analyst

dmendez@portfoliopersonal.com

### **Alejo Lerner**

Analyst

alerner@portfoliopersonal.com

### **Lautaro Casasco Herrera**

Intern

lherrera@portfoliopersonal.com

### **Emiliano Anselmi**

Chief Economist

eanselmi@portfoliopersonal.com

### **Melina Eidner**

Economist

meidner@portfoliopersonal.com

### **Francisco Schiffrer**

Team Leader Strategist

fschiffrer@portfoliopersonal.com

### **Natalia Denise Martin**

Analyst

nmartin@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.