

18 de agosto de 2023

Daily Mercados

ppi

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

Licitación del Tesoro: viernes 18 de agosto

¿Qué ofrece el Tesoro? La entidad difundió las condiciones de la última licitación de agosto. Esta vez, **los vencimientos a los que se enfrentará Finanzas suman tan solo \$109.300 millones (94% privados)**. Dicho monto está explicado principalmente por el vencimiento de una LELITE y el pago de intereses del TB27. De forma similar a la última licitación, **salvo la emisión de una nueva LELITE** con vencimiento el 18 de septiembre de 2023 (para FCI), **la lista está compuesta por instrumentos ajustados por CER**. Específicamente, el menú está compuesto por los siguientes instrumentos: dentro de las letras está la LECER con vencimiento el 23 de noviembre de este año (X23N3) y la que vence el 18 de enero del año que viene (X18E4). Además, aparecen reaperturas que corresponden al BONCER con vencimiento el 20 de mayo del 2024 (T6X4) y el BONCER al 14 de febrero de 2025 (T2X5).

Nuestro view: Es la segunda licitación consecutiva que el Tesoro no ofrece cobertura cambiaria en su menú. Cabe destacar que el apetito por las estrategias DL disminuyó luego del resultado de las PASO, aunque de forma transitoria -en nuestra opinión-. En este sentido, **tras el resultado inesperado, y el salto del A3500 del lunes, observamos un flujo saliente de instrumentos Dollar Linked hacia títulos CER**. Nos resulta lógico luego de la corrección cambiaria parcial, aunque creemos que la misma es un poco exagerada. Mirando el spread de tasas entre el TX24 (25 de marzo 2024) y el TV24 (30 de abril de 2024) vemos que el mercado ahora pasó a descontar una apreciación real del tipo de cambio oficial para el primer trimestre de 2024 (-681bps martes; -84bps ayer). De hecho, el TCR oficial promedio de los últimos 10 años (a pesos corrientes) todavía el FX oficial luce caro (\$350 vs \$398 promedio). En esta línea, **dada la respuesta de la brecha cambiaria que volvió prácticamente a los niveles pre-devaluación, y que consideramos que el *pass through* va a ser muy rápido, creemos que el flujo se revertirá en favor del título DL**.

Entonces, ¿hay valor? Dicho esto, **no hay algo que capte puntualmente nuestra atención dentro de lo ofrecido esta vez**. Más allá que los vencimientos no son para nada abultados, el contexto macro podría obligar al Tesoro a ofrecer rendimientos algo más generosos (en especial, tras el aumento de 21pp de la tasa del BCRA). Es llamativo que estimamos que el sector bancario haya ejercido sus puts sobre la deuda en pesos por alrededor de \$310mil millones (mirando el efecto monetario en la data del BCRA), por lo cual convencer al sector privado será un desafío. **Consideramos que la LECER corta (X23N3) captará la mayor atención dentro de los instrumentos a licitar**.

La deuda en dólares tuvo una buena jornada

¡Finalmente, los Globales revirtieron! Luego de una apertura negativa ayer, la deuda en dólares se dio vuelta por la tarde, al tiempo que el resto del universo emergente extendió las pérdidas. Así, **la curva de los Globales culminó con variaciones positivas de entre 1,6% y 2,2% recortando parcialmente las caídas de las tres jornadas anteriores**. Más allá de la recuperación en la rueda de ayer, los títulos ley extranjera operan en niveles que se encuentran un 10,2% por debajo del viernes previo a las PASO. Los protagonistas del día en este segmento fueron el GD46 con 2,2%, el GD29 y el GD30 ambos con 2% mientras que los siguieron el GD35 agregando 1,9%, el GD41 haciéndolo en 1,8% y por último el GD38 con 1,6%. **Los verdes se extendieron también a los Bonares**. En este sentido, los vencimientos más próximos fueron los que presentaron mayores subas. Así, el AL30 se incrementó un 4,4%, seguido por el AL29 que avanzó 3,2%. Como mencionamos, la deuda en dólares local se mantuvo firme mientras que el resto de los créditos *distressed* terminaron en terreno negativo, arrastrados por la suba de las tasas de interés a 10 y 30 años de los *Treasuries* americanos. A modo de referencia, **títulos de deuda comparables como Pakistán, Turquía y Ucrania retrocedieron 2,5%, 0,3% y 0,7%** respectivamente mientras que **el precio promedio ponderado de los Globales avanzó un 1,8% hasta los US\$30,8**. Por su

parte, esta mañana los títulos ley extranjera abren mayormente *flat*, con variaciones en torno a -0,1% /+0,3% respecto a los cierres de ayer.

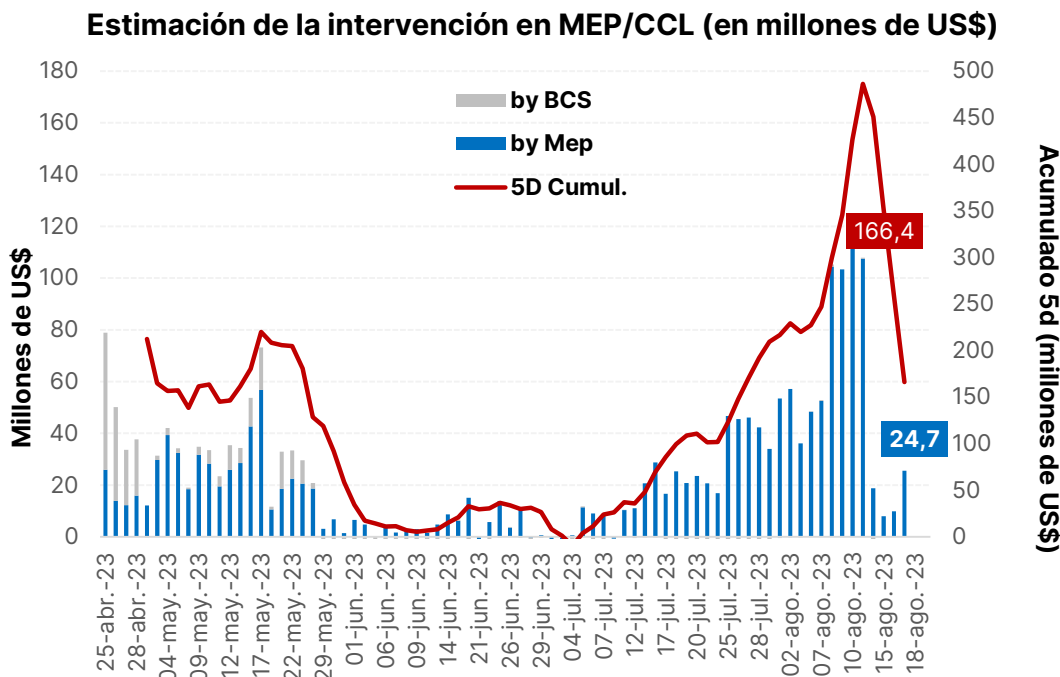
Evolución del precio promedio de los Globales (US\$)



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

¿Qué explicó la divergencia entre la performance de los Globales y el resto de los emergentes en la jornada de ayer? A simple vista, no hay un factor local claro que explique el contraste. Sin embargo, es posible que, luego de la fuerte corrección al comienzo de la semana, algunos jugadores del mercado con menor adversidad al riesgo identificaran las cotizaciones de ayer como una oportunidad de entrada. **De todas formas, los títulos argentinos se mantendrán volátiles de cara a las elecciones de octubre, por lo que no se descarta que esta dinámica se repita en algunas ruedas.**

Por otro lado, ayer, **el Banco Central se desprendió de US\$24,7 millones en la compra de títulos GD30/AL30.** Si bien esta cifra marca un pico en el nivel de intervención en la semana, se mantiene muy por debajo de los valores observados en las cinco jornadas previas a las PASO, donde la intervención promedió los US\$97,2 millones diarios. Como mencionamos en informes anteriores, la actividad del Banco Central se concentra principalmente en el MEP.

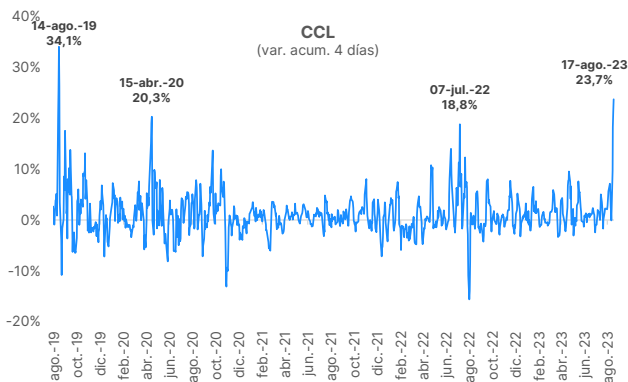


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

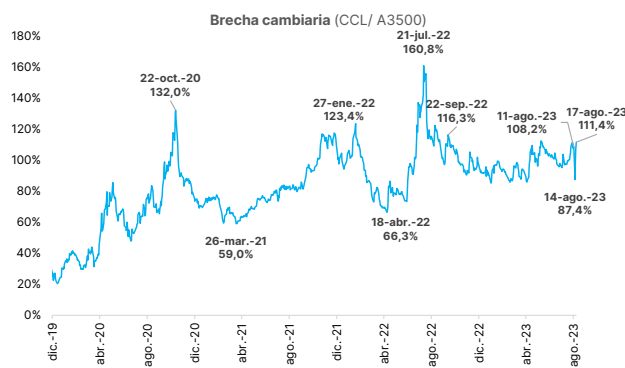
Signos de moderación en el CCL y futuros

El CCL continúa extendiendo su tendencia alcista, aunque modera su ritmo de aceleración. El dólar financiero trepó 2,1% ayer de \$725 a \$740, lo que contrasta con los avances de 9,7% el lunes, 6,7% el martes y 3,6% el miércoles. De esta forma, **el CCL escaló 23,7% desde el viernes pre Paso (\$598)**, convirtiéndose en **la mayor suba para cuatro días desde las Primarias de 2019 (+34,1%)**. Así las cosas, el actual valor del CCL se encuentra apenas 1,9% por debajo del pico de julio 2022 de \$754 de hoy tras la renuncia de Guzmán y es 11,3% inferior al máximo histórico de octubre 2020 de \$834. Con la dinámica que tomaron los sucesos económicos, la incertidumbre electoral hasta al menos octubre y sin un plan de estabilización mediante (improbable hasta el cambio de mandato en diciembre), no resulta descabellado pensar que podrían alcanzarse estos niveles críticos. Con el dólar oficial manteniéndose sin cambios en \$350 tras la devaluación de este lunes, **la brecha cambiaria rebotó a 111,4% desde 87,4% el lunes, por lo que ya superó el 108,2% del viernes previo a los comicios**. Una brecha semejante en apenas tres días después del salto discreto del oficial reaviva los temores de devaluación, pone en peligro la liquidación en el MULC de la oferta privada y exagera las expectativas inflacionarias.

Mayor suba del CCL desde las PASO 2019



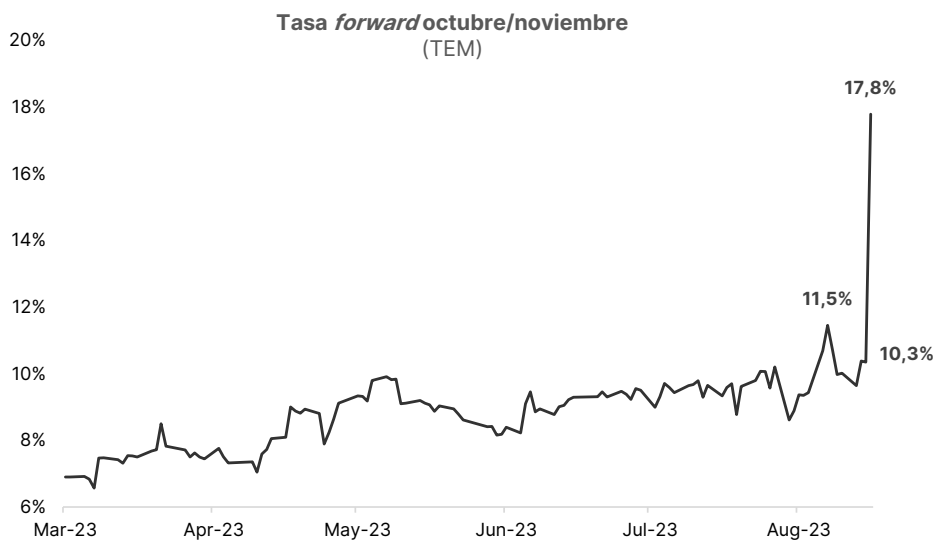
La brecha ya superó los niveles del viernes pre PASO



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

Hablando del tipo de cambio oficial, tras la aparición de Massa en TV el miércoles por la noche, pareciera que **el mercado comienza a creer un poco más en la fijación del dólar en \$350 hasta el 30/10**. Los contratos de ROFEX hasta octubre operaron con fuertes bajas ayer, cerrando en \$354 agosto (-1,6% diario), \$384,5 septiembre (-1,2%) y \$444 octubre (-4,3%). De esta manera, la tasa implícita de agosto se desplomó 3.884 pbs hasta 30% de TNA, la de septiembre cedió 870 pbs hasta 83,7% y la de octubre se hundió 2.568 pbs hasta 130,7%. En consecuencia, la tasa *forward* septiembre/octubre recortó de un récord de 18% efectivo mensual el miércoles a 14,4% ayer. No obstante, observamos que la *forward* octubre/noviembre se disparó de 10,3% a un máximo histórico de 17,8%, denotando que **el mercado espera un nuevo salto discreto del dólar oficial tras las elecciones generales del 22/10**. Es decir, se le asigna una mayor probabilidad a que el gobierno llegue a los comicios sin devaluar pero que la devaluación ocurra tras ese evento.

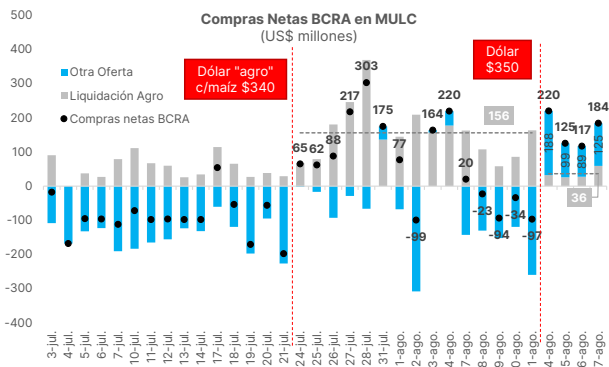
El mercado asigna una mayor probabilidad de devaluación post 22/10



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

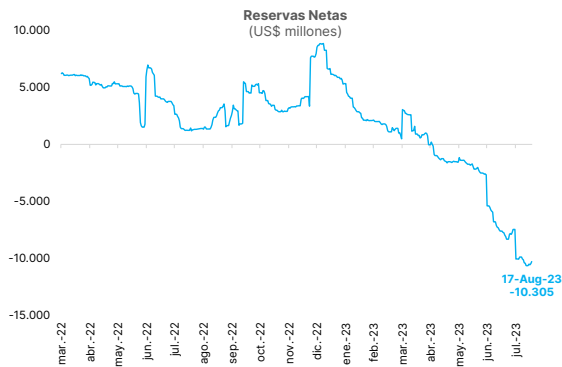
En cuanto al mercado oficial de cambios, el BCRA hilvanó su cuarta rueda consecutiva de compras. **Ayer adquirió US\$184 millones para sumar US\$646 millones desde la devaluación de este lunes**. Así, las reservas netas subieron desde un mínimo histórico de -US\$10.658 millones pre PASO a un estimado de -US\$10.305 millones ayer. Vale aclarar que suben menos que lo comprado en el MULC por la intervención en MEP de US\$225 millones de jueves y viernes de la semana pasada que impactó en esta por la liquidación t+2. Como mencionamos en nuestro [último Daily](#), **el agro no estaría detrás de la mayor liquidación en el mercado de cambios**. Precisamente, la liquidación diaria de oleaginosas y cereales disminuyó de US\$156 millones en promedio durante el dólar "soja" a \$340 a US\$29 millones en los últimos cuatro días. En cambio, notamos un notorio crecimiento de la "otra" oferta del MULC que pasó de US\$87 millones diarios a liquidar US\$125 millones por día desde este lunes. Creemos que **los bancos estarían vendiendo dólares para colocarse en instrumentos del BCRA en pesos y aprovechar la fuerte suba de tasas de interés**. Cabe recordar que la posición global neta de moneda extranjera de los bancos tiene que ser "cero" por regulación, por lo que podrían revertir en cualquier momento su posición vendida. Más en un contexto que la brecha cambiaría volvió a tomar impulso y los temores de devaluación continúan acrecentándose.

La "otra" oferta aprovecha el dólar a \$350 más que el agro



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

Las reservas netas rebotan desde mínimos gracias a la devaluación



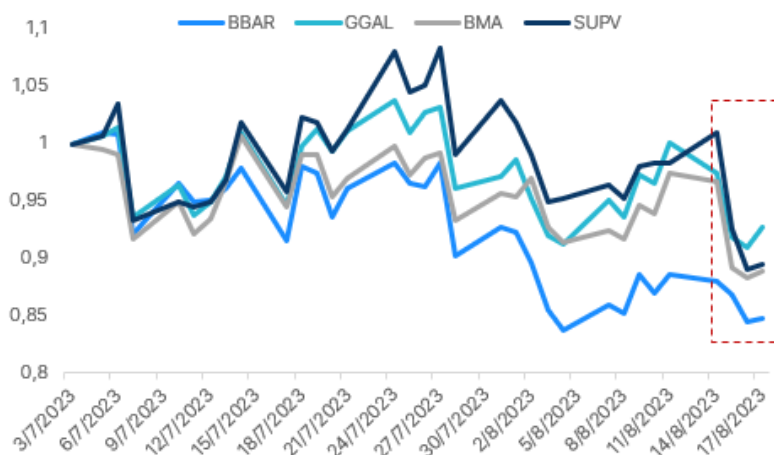
Los bancos se llevaron la peor parte

El final de la semana se aproxima, y el principal índice bursátil argentino parece haber encontrado estabilidad. Luego de haber caído 5% en dólares durante los primeros dos días, logró recuperar 2% el miércoles y allí se quedó el jueves. Así es que, **al cierre de ayer, a pesar de que el dólar medido a partir de ADRs saltó otro 3,4%, el Merval medido en la moneda norteamericana se sostuvo en US\$780**, manteniendo su ganancia acumulada en el año en torno a 32,9%.

Sin embargo, lo más relevante en lo que va de la semana es la performance de los sectores que componen el índice, porque si bien las pérdidas del Merval se contuvieron, con varios papeles recuperando terreno en los últimos días (TGS +5,31%, CRESY +5,23%, EDN +2,27% e YPF +1,59%), **los papeles de los bancos sufrieron un retroceso sustancial**. De hecho, observando tanto el panel local como el de ADRs, las mayores pérdidas las encabeza el sistema financiero. Dirigiéndonos particularmente a los ADRs, BMA fue el que resultó más herido desde el 11 de agosto, perdiendo 12,15% de su capitalización bursátil en dólares. Los sigue muy de cerca SUPV, que se desprendió del 12,10%. Detrás quedaron GGAL y BBAR, descendiendo 8,65% y 8,53%, aunque cabe destacar que BBAR ya venía sufriendo tomas de ganancias desde fines de julio.

¿A qué se debe esta performance? En nuestros informes de cartera de este año adelantábamos que nos parecía riesgoso posicionarnos en el sector bancario por dos motivos particulares. Por un lado, **la elevada exposición a la deuda en pesos del sector público** (en un contexto donde la demanda por estos instrumentos se desplomara, así lo harían también sus precios). Por otro lado, una potencial **devaluación que licuara sus ingresos en términos de dólares** (en definitiva, si caen los flujos en dólares el valor presente de la compañía deberá bajar consecuentemente). Ambos riesgos se materializaron a partir del lunes cuando **el Banco Central decidió dar un salto devaluatorio de 21,8% en conjunto con una suba en la tasa de política monetaria de 21 puntos porcentuales**. Es cierto que la suba de tasas, cuyo objetivo era contener la demanda por moneda dura, beneficiará los ingresos de las entidades bancarias, pero el potencial descalabro que la devaluación podría provocar no trae claridad a la dinámica del peso en adelante. ¿Podrá el tipo de cambio oficial sostenerse en \$350? ¿Qué sucederá a partir de octubre? ¿Cómo pueden los bancos proteger sus ingresos ante una unificación cambiaria? Todos interrogantes difíciles de responder.

Wall Street les soltó la mano a los bancos

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

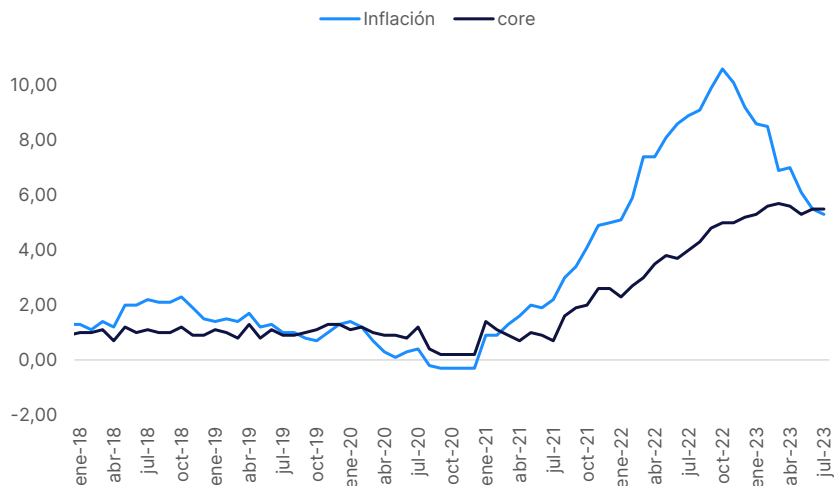
Es por ello que **insistimos en la importancia de posicionarse en sectores con buenos fundamentales**. En este sentido, el sector energético de Argentina es el mejor posicionado para seguir creciendo. La apuesta por la industria no cambiará, sin importar quien resulte victorioso en octubre. En especial la apuesta por el desarrollo de Vaca Muerta continuará siendo bandera política, dado su potencial como generador de divisas. Por ende, es razonable esperar que las empresas vinculadas al sector continúen creciendo. Adicionalmente, y no menos importante dado el contexto de corto plazo, sus empresas con activos e ingresos dolarizados son los mejores vehículos como *hedge* cambiario. En resumidas cuentas, para aquellos osados que deseen seguir expuestos a la renta variable local, **vemos mayor valor en empresas que generen divisas mediante exportaciones**.

Se desacelera la inflación en la zona euro

En el transcurso de la mañana se conoció **el índice de inflación de julio para la zona euro en su conjunto, el cual mostro un crecimiento anual de precios del 5,3%**, en línea con las proyecciones de los analistas. De esta manera, la inflación se desacelera en relación con el mes anterior (5,5%) y estira la tendencia desde octubre 2022 donde se observaba doble dígito de inflación (10,6%). Específicamente los países que sufren un mayor aumento de precios son Hungría (17,5%), Eslovaquia (10,3%) y Polonia (10,3%), mientras que los más estables son Bélgica (1,7%), Luxemburgo (2%) y España (2,1%). **Adicionalmente, la tasa de inflación mensual se situó en -0,1%, igual a los esperado y al resultado de junio**. En paralelo, **la inflación subyacente que excluye los precios de los alimentos y la energía registró un aumento del 5,5% interanual**. El dato no sorprende a los analistas, donde sus estimaciones igualan el resultado observado. Por otro lado, la inflación subyacente no disminuye en comparación con el mes anterior (5,5%). Es importante recordar que, en octubre de 2022, la lectura de la inflación subyacente fue del 5%. **En consecuencia, la tendencia de los últimos meses se mantiene prácticamente estable, enfrentado problemas más desafiantes que la inflación que incluye precios de *commodities* y alimentos**. En este sentido, la inflación de servicios posó en 5,6% acelerándose en relación con el mes anterior (5,4%), esto suma a las preocupaciones ya que los costos de los servicios están fuertemente influenciados por los salarios y tienden a ser persistentes. Trazando un paralelismo con la situación en Estados Unidos, podemos destacar que las autoridades europeas se encuentran con un escenario algo más complejo. Repasemos los últimos datos de inflación de EE.UU, el país mostró un crecimiento anual de precios del 3,2% y la inflación subyacente registró un aumento del 4,7% (desacelerándose ligeramente con respecto al dato de junio del 4,8%). Si bien el **Banco Central Europeo (BCE) en tan solo un año, ha subido las tasas desde niveles**

negativos a máximos de dos décadas para combatir un repunte histórico de la inflación, su reacción fue algo más lenta que la de la Reserva Federal, la cual comenzó el alza de tasas 4 meses antes que su par europeo.

Variación interanual de precios de la zona euro (Variación en %)



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

En este contexto, los futuros de los principales índices bursátiles comienzan la jornada en rojo. De esta manera, el Dow Jones lidera observando un descenso del 0,8%, seguido por el S&P 500 y el Nasdaq, que recortan en 0.5% y 0.3%, respectivamente. Por el lado de la curva de rendimientos, abren prácticamente flat. En lo que al oro respecta, la onza se ubica en los US\$1904 aproximadamente, descendiendo 0,1% con respecto al día de ayer. En cuanto a la renta fija, los rendimientos de los *treasuries* comienzan la jornada con resultados dispares. De esta manera, la tasa larga a 10 años recorta en apenas un punto básico, mientras el tramo corto abre prácticamente flat. En lo que al oro respecta, la onza se ubica en los US\$1890 aproximadamente, ascendiendo 0,1% con respecto al día de ayer. Finalmente, el WTI y el Brent cotizan en US\$79.8 y US\$83,5 por barril, ambos registran una disminución en su precio en alrededor del 0,8%.

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

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@portfoliopersonal.com

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.