

19 de diciembre de 2023

Daily Mercados

ppi

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

Licitación del Tesoro: Salieron las condiciones de la primera licitación bajo la gestión Milei

El miércoles 20 se llevará a cabo la primera licitación del Tesoro con Luis Caputo como Ministro de Economía. ¿Lo particular? El MECON anunció que licitaría instrumentos a 30 días (y tasa fija) entre los instrumentos del menú.

Como habíamos destacado, pensamos que la nueva administración tendría intenciones de volver a construir una curva de tasa fija. En este sentido, **Finanzas ofrece una nueva emisión de una LEDE con vencimiento el 18 de enero del 2024**. Cabe mencionar que la entidad no ofrece este instrumento desde agosto. El menú sigue con dos reaperturas de dos BONCERES. El primero vence el 14 de febrero del 2025 (T2X5) y otro el 9 de noviembre del 2026 (TX26).

Instrumentos a licitar el miércoles 20

Ticker	Vencimiento	Outstanding actual \$ millones
S18E4 (LEDE)	18/1/2024	-
T2X5 (BONCER)	14/2/2025	2.108.930
TX26 (BONCER)	9/11/2026	327.493

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

Al final solo ofrecen una LEDE a 30 días, y no fueron por plazos más largos (60/90 días), pero entendemos que **se focalizan en el tramo de la curva donde van a tener una demanda cautiva por el dinero que quedó fuera de las licitaciones de Leliqs al darle fin a las mismas** (ver sección macro). En base a la estrategia que pensamos que van a querer llevar a cabo, la tasa ofrecida en las LEDEs creemos que puede estar por arriba de la de Leliqs, impulsando el desarme de deuda de origen BCRA por Tesoro. A modo de referencia, la LECER a mismo plazo (X18E4), que ya opera como un instrumento a tasa fija, cerró hoy en una TEA de 250,4% (11% mensual). De acuerdo con nuestra expectativa, Milei fortaleció en un comentario durante el fin de semana en Twitter que el Tesoro devolverá ATs o dejará los fondos en la cuenta del Tesoro en el BCRA para evitar el efecto expansivo de este "swap" de deuda BCRA por Tesoro.

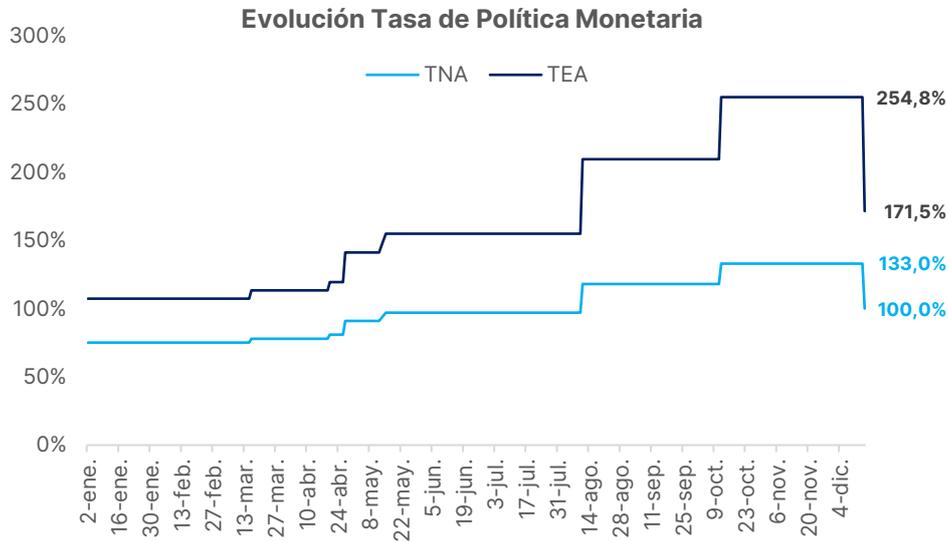
Por su parte, **continuó la caída en la deuda en pesos previo a las condiciones de la licitación**. Cabe mencionar que, los bonos que ajustan por CER siguen siendo los que lideran la racha bajista. Ayer recortaron entre 1% y 14% sin mucha distinción entre maturities. Mas allá de esta corrección en la curva CER, los títulos con este tipo de ajuste siguen luciendo caros. Para ilustrar este punto, el tramo más corto cerró ayer con tasas negativas de entre 55% y 40%. Por otro lado, los bonos que tienen algún ajuste al tipo de cambio oficial exhibieron un declive más moderado. Así, los Duales recortaron entre 2% y 4% al tiempo que los Dólar Linked retrocedieron entre 0,6% y 3,1%.

La nueva estrategia del BCRA apunta a la licuación de saldos reales

Luego de que el Banco Central disminuyera la tasa de Pases a un día de 126% TNA a 100% o de 251,8% TEA a 171,5% el martes pasado y que en la licitación de LELIQ del jueves prorrateara al 20% (para más detalle ver [nuestro último Daily](#)), ayer publicó un [comunicado](#) en el cual detalla la nueva tasa de política monetaria y esquema de gestión de liquidez. En el mismo dispone una nueva estructura de tasas de interés, en la cual **la tasa de Pases a un día, que se mantuvo en 100% TNA o 171,5% TEA, es la nueva tasa de política monetaria, ya que no se licitarán más LELIQ**. Así las cosas, la tasa de política monetaria recortó desde 133% TNA o 254,8% TEA, lo que implica un desplome de 33 pp en TNA y, más relevante aún, 83,3 pp en TEA en un contexto de fuerte aceleración inflacionaria. Respecto a las LELIQs, **restan por vencer un stock de \$3,3**

billones, de los cuales \$1,1 billones expiran hoy y los restantes \$2,2 billones van a ir caducando hasta el 11/01 cuando este instrumento dejará de existir. Es decir, los Pases serán el principal instrumento de absorción de dinero que utilizará el BCRA.

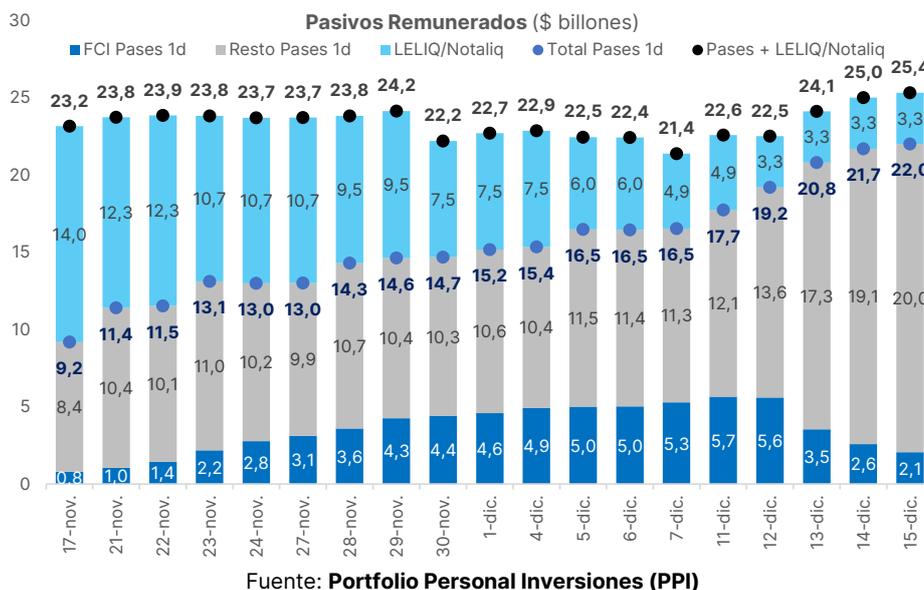
Fuerte caída de la tasa de política monetaria



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

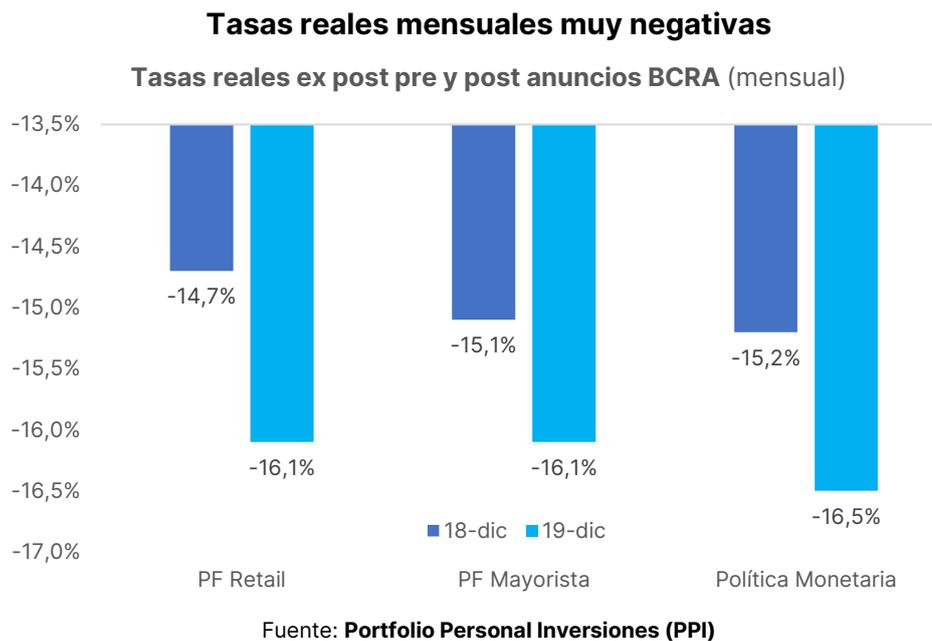
¿Todo lo colocado en LELIQ irá a Pases? La respuesta es no. La razón detrás de esto es la tasa mínima que los bancos deben garantizar a los Plazo Fijo, que hasta ayer se encontraba en 133% TNA o 253,3% TEA para depósitos hasta \$30 millones y en 126% TNA o 231,7% TEA para depósitos de más de este monto. **Si bien el BCRA bajó la tasa mínima de todos los depósitos a plazo** (no diferenció entre depósitos hasta y mayores a 30 millones) **a 110% TNA o 186,6% TEA, todavía sigue ubicándose por encima de la tasa de Pases, lo que obliga a los bancos a colocarse en deuda del Tesoro para mantener el margen de intermediación financiera en positivo.** En definitiva, **la estrategia es reorientar liquidez de las entidades financieras a la nueva curva de tasa fija que quiere reconstruir el equipo económico.** De momento, mañana será la primera licitación de la administración Milei, en la cual se ofrecerá una LEDE al 18/01 (vencimiento en 27 días) que no tiene indicación ni de precio ni de tasa. En el mercado estiman que podría colocarse a una tasa del orden de 15% mensual. No obstante, con la futura desaparición de las LELIQ y un stock de Pases en \$22 billones al 15/12 (\$2,1 billones de FCI y \$20 billones de bancos), hay muchos pesos con una remuneración baja para demandar la LEDE, por lo que podría salir a una tasa más baja. Más allá de esta observación, debería ser una remuneración que permita pagar los Plazo Fijo para no volver negativo el margen de intermediación.

Las LELIQ van camino a desaparecer



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

¿Cuáles son los riesgos de la renovada estrategia del Banco Central? Las tasas de interés reales se volvieron muy negativas en un contexto de fuerte aceleración inflacionaria por el sinceramiento de precios reprimidos, lo que podría inducir a una caída adicional de la demanda de dinero y, por ende, resultar en una espiralización inflacionaria. En otras palabras, la inflación podría ser mucho más alta que la que devendría meramente por la suba del sinfín de precios regulados y por las devaluaciones *de facto* del dólar 50/50 y *de jure* del salto a \$800. La tasa de Plazo Fijo se redujo de 10,9% mensual para depósitos *retail* y de 10,4% para mayoristas a 9%, mientras que la tasa de política monetaria pasó de 10,2% mensual a 8,55%. En consecuencia, **con una inflación viajando de mínima a 30% en diciembre, la tasa real *ex post* de un plazo fijo minorista se hundió de -14,7% mensual a -16,1% y la de uno mayorista de -15,1% a -16,1%.** En tanto, **la tasa de política monetaria pasó de -15,2% mensual a -16,5%.** Parecería que **la estrategia del Central es una fuerte licuación de los agregados monetarios previo a salir del Cepo, aunque esto tiene altos riesgos para la inflación.** Para evitar una mayor licuación, el BCRA obliga a los tenedores de Plazo Fijo y bancos a ir a LEDES, que están lejos de ser una LEBAC ya que el emisor es el Tesoro y no el Central, cuya tasa es la más cercana a “libre” de riesgo al emitir la moneda nacional. Más allá de esto, dado que los bancos están obligados a ir a instrumentos del Tesoro a tasa fija para mantener su margen de intermediación en positiva, **podría haber un descalce de plazo si las letras tienen un vencimiento superior a 30 días.** Si bien el BCRA ofrecería puts para minimizar este riesgo, la contracara sería una emisión de Base Monetaria, lo que también agregaría presiones adicionales a una inflación que ya está lanzada.



Ayudado por el FX, el Merval recupera terreno

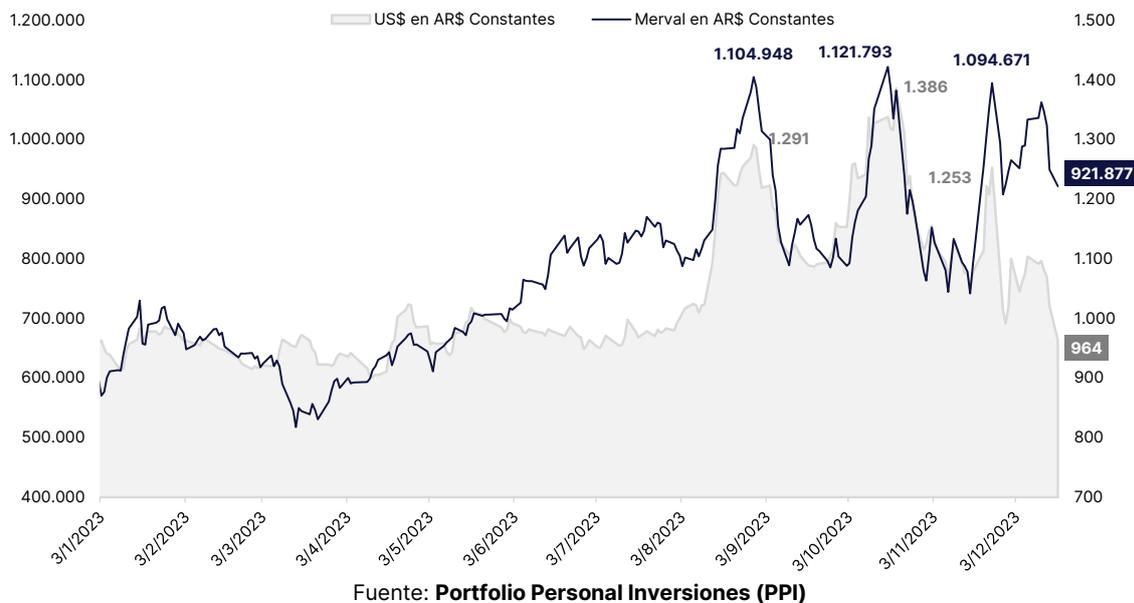
La primera jornada de la semana fue muy positiva para el peso argentino, lo que llevó a una revalorización del equity considerable. Ello se debió a que el dólar medido por ADRs retrocedió 3,2%, pasando de \$995 a \$963, impulsando al Merval en dólares más allá de la leve caída de su homólogo en pesos. En total, **el Merval en moneda dura se elevó 2,9%, alcanzando nuevamente los US\$957**. Como viene sucediendo desde fines de noviembre, e incluso de manera más notoria, desde la asunción de Javier Milei, el índice se encuentra oscilando por encima de los US\$900, mostrando un piso de US\$930 desde el inicio del mandato. Ahora, quizás la pregunta a responder es **qué sucede con el dólar que cae en mayor proporción al índice en pesos**.

En primer lugar, **las dinámicas de las divisas son difíciles de entender y prácticamente imposibles de predecir**. De hecho, modelar los movimientos de las monedas es una de las tareas más complejas en el ámbito financiero. Los fundamentos aparentan tener sentido para pronosticar tendencias de largo plazo, pero en el corto son prácticamente inútiles. Sin ir más lejos, muchas veces las monedas son modeladas como ruidos blancos (modelos cuyas variables son independientes e idénticamente distribuidas con una media de cero), lo que implica que se considera que no tienen correlación con otras variables en una serie de tiempo. No obstante, buscando explicaciones a los movimientos recientes, **podríamos aseverar que últimamente la demanda por dólares viene rezagando a la oferta**. Ello queda plasmado en el hecho que el Banco Central haya logrado finalizar con saldo neto positivo en las cuatro ruedas desde la devaluación. Es evidente que, por un lado, **hay una baja demanda por parte de importadores y**, por el otro, **hay una elevada oferta por parte de exportadores**. Ello es un factor que está ayudando al CCL considerando que 20% de las exportaciones pueden ser liquidadas por esta vía. Adicionalmente, no descartamos que el shock de confianza generado por el equipo de Javier Milei **haya impulsado a ciertos agentes a vender divisas para hacer carry, particularmente a través de instrumentos CER, apostando a que la inflación correrá por encima de la depreciación del peso en los próximos meses**.

Del otro lado, **el índice en pesos no cede en la misma proporción que el dólar**. Como destacamos en oportunidades previas, no se observó el *sell off* que sí vimos en octubre cuando una nueva

devaluación quedó descartada. Hoy en día, una próxima devaluación parece poco probable, y aun así no vemos una salida masiva del equity local. **No podemos descartar que la búsqueda de un hedge se haya transformado en la búsqueda de un rally, de una oportunidad, dado el cambio de paradigma y las agresivas reformas propuestas.** Si así fuera, comenzaríamos a ver el desacople que esperábamos observar a futuro entre el equity y la divisa norteamericana.

¿Habrá desacople entre el dólar y el Merval?

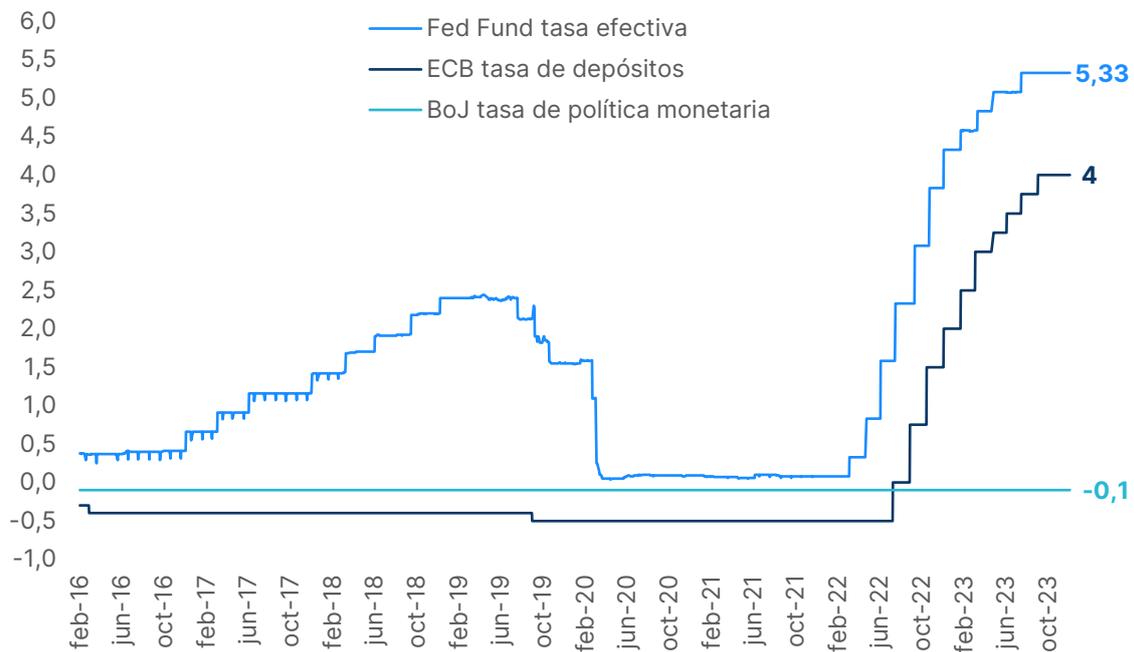


El Banco de Japón mantuvo su tasa de política monetaria negativa

Japón es el único país a nivel mundial que mantuvo su tasa de política monetaria negativa. En este sentido, **el Banco de Japón (BoJ) conservó su objetivo de tasa a corto plazo en -0,1% y el rendimiento de los bonos del gobierno a 10 años en torno al 0%**. De esta forma, igualó las expectativas del mercado y replicó la decisión anterior. El Gobernador del BoJ, Kazuo Ueda, no descartó la normalización de la política en ninguna de las reuniones de los próximos meses, al tiempo que insistió en que primero necesita ver más evidencia de que el BOJ alcanzará su objetivo de estabilidad de precios. Añadió que **es poco probable que los responsables de la política emitan una advertencia explícita de un próximo aumento de tasas**, descartando en gran medida el tipo de señalización a veces empleada por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo.

Como resultado, el yen se depreció frente al dólar en la rueda de hoy un 1,33% luego de que hablara Ueda, extendiendo la caída de ayer del 0,44%. Más allá del discurso del Gobernador, la inflación continúa superando el objetivo de precios del BOJ y se espera que los aumentos salariales para el próximo año sean mayores que este año. Un resultado que respaldaría el objetivo del banco de lograr un crecimiento de precios sostenible. De esta manera, se genera una **mayor expectativa de que tarde o temprano habrá un aumento de tasas**. Los operadores de swaps han tasado las probabilidades de un aumento de tasas en casi un 90% para la reunión de abril, alrededor del 60% para marzo y cerca del 45% para la reunión de enero.

Evolución de Tasa de Referencia de Japón, eurozona y EE.UU
(En %)



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

En este contexto, **los futuros de los principales índices bursátiles comienzan el día al alza**. En la posición líder encontramos al Dow Jones que asciende 0,17%, seguido de cerca por el S&P 500 y el Nasdaq que hacen lo propio en 0,14% y 0,13%, respectivamente. ¿Qué sucede con los bonos? **Los rendimientos de los Treasuries amanecen a la baja**. La tasa de referencia a 10 años recorta 3pbs hacia la zona de 3,90%, mientras el tramo corto de la curva (tasa a 2 años) desciende 3pbs hasta 4,42%. Como resultado, el spread entre la tasa de 2 y 10 años se sitúa en -51,71pbs. **En lo que a commodities respecta, tanto los precios del crudo como del oro arrancan la rueda en rojo**. El WTI y el Brent se ubican en US\$72,26 (-0,29%) y US\$77,72(-0,32%), mientras la onza de oro al contado (XAU) posa en US\$2028 (-0,02%).

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Corporate Credit Team Leader

lcaldi@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Analyst

dmendez@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Intern

lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist

eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist

meidner@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.