

05 de enero de 2024

Daily Mercados

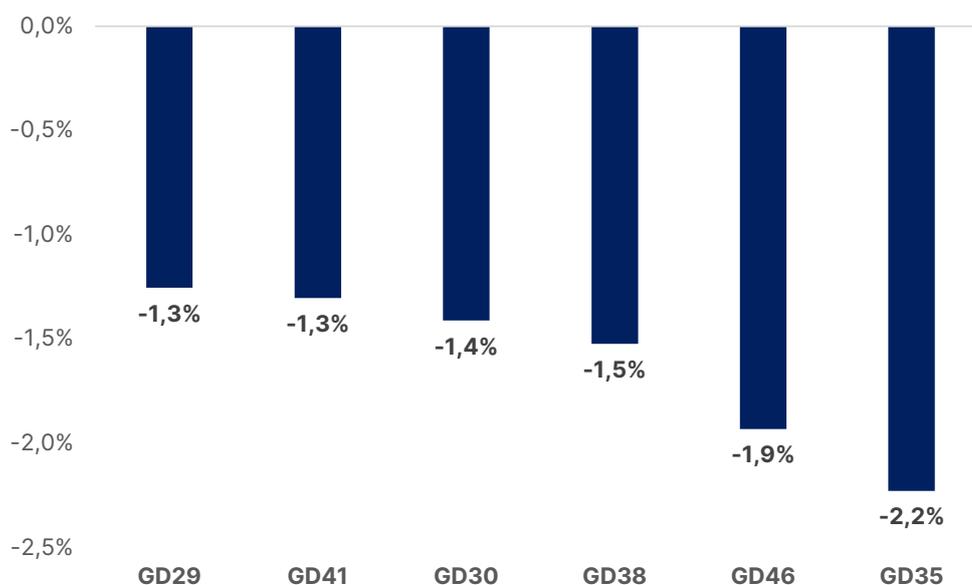
ppi

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

La deuda en dólares corrige al tiempo que los títulos dólar linked se disparan

Los Globales imitaron el desempeño de la jornada anterior perfilando una semana negativa. En un contexto complicado para el segmento emergente, **el precio promedio ponderado de la deuda soberana en dólares cayó 1,7% hacia los US\$35,3 ayer**. Por otro lado, el EMB ETF, compuesto de deuda emergente/distressed comprimió su cotización en 0,4% al igual que el miércoles. Así, la deuda soberana en dólares amplifica los movimientos bajistas del resto del universo emergente producto de su higo beta. A pesar de la volatilidad, nuevamente los bonos más cortos, el GD29 (-1,3%) y GD30 (-1,4%), fueron los títulos que se mostraron más defensivos junto con el GD41 que achicó 1,3%. Cabe destacar que esta dinámica se extiende en lo que va de la semana. Concretamente, los títulos **más cortos de la curva son los que presentan la caída más moderada (-3,2/3,4%) mientras que los bonos de maturity más extensa se hundieron entre 4,4% y 6,7% representando un sentimiento relativamente más positivo para la deuda en dólares con vencimientos más cercanos**. Recordemos que el equipo financiero de Milei debe desembolsar aproximadamente US\$1.546 millones el próximo martes (9 de enero) para pagar el próximo cupón de los Globales y Bonares. En cuanto a esto, el Tesoro emitirá letras intransferibles al Banco Central por US\$3.200 millones para hacer frente a pagos en moneda extranjera ([link al Boletín oficial](#)).

Performance diaria de los Globales



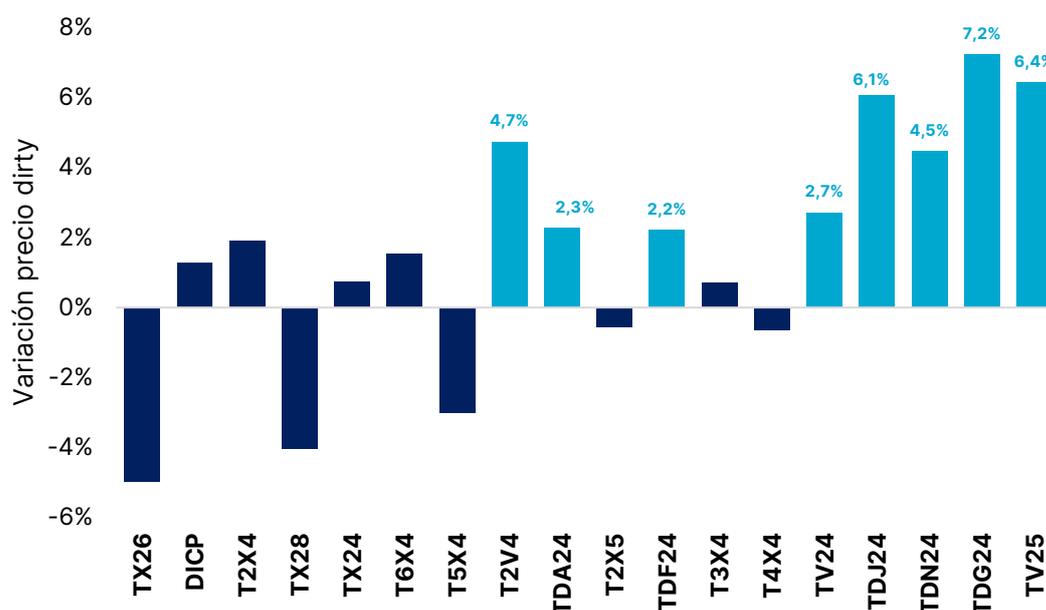
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Como mencionamos en nuestro último [Daily](#), el débil desempeño de los Globales encuentra fundamentos tanto en el plano local como en el exterior. En el frente internacional, **las miradas están puestas en la evolución de los datos económicos de Estados Unidos y su correlato en las decisiones de la política monetaria de la Fed**. Adentrándonos en el plano local, la Justicia amenaza el DNU de Javier Milei. En este sentido, **se presentaron más fallos por parte de la justicia laboral y el fuero contencioso administrativo que complicarían que el decreto de Milei avance**. A su vez, el mismo día que la Cámara del Trabajo presentó una medida cautelar que tiene el objetivo de suspender la reforma laboral del DNU, el juez Enrique Lavié Pico habilitó la feria en una maniobra por demorar el decreto.

En lo que a deuda en pesos respecta, **los bonos en pesos vinculados al dólar oficial replicaron la performance del miércoles profundizando las marcadas subas que notamos a partir de ese**

día. Ampliando este punto, observamos un flujo significativo en los Duales que vencen entre junio y agosto y por primera vez, notamos un movimiento destacable en los Duales más largos (TDN24 y TDE25) así como en el DL con vencimiento en 2025 (TV25). **Esta dinámica que se profundizó en la sesión del jueves.** ¿Qué sensación tenemos? Como destacamos anteriormente, **da la impresión de que el mercado no confía en que la nueva administración mantenga un crawling peg en 2%**. De hecho, pareciera que el mercado apuesta a un movimiento adicional en el tipo de cambio oficial para el segundo y tercer trimestre de este año. Cabe mencionar que el CCL Senebi dio un saltó el miércoles del 7,1% y de 3,8% el jueves para ubicarse en los \$1.085 en la última sesión. Así las cosas, los Duales se dispararon entre 2,2% y 7,2% y los Dólar Linked hicieron lo propio en 2,7% y 6,4% ayer.

Performance de la deuda en pesos ayer



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

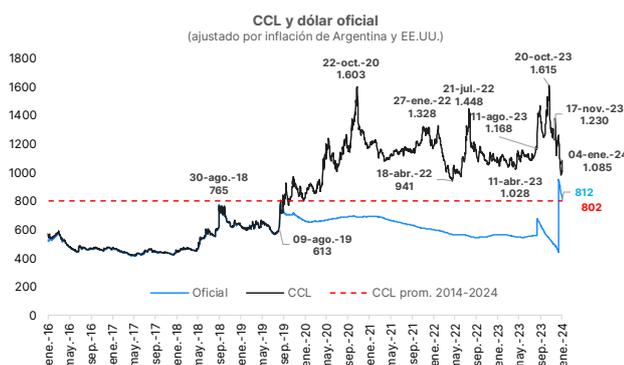
Por otro lado, **a pesar del exhaustivo trabajo del Banco Central por generar apetito en los BOPREAL con nuevos incentivos, la entidad emitió tan solo US\$57 millones de bonos BOPREAL de la serie 1 siendo una cifra que se ubica por debajo de la primera licitación (US\$ 68 millones).** Según nuestra visión, si bien el resultado no es abultado, todavía hay complicaciones operativas inherentes a ser las primeras pruebas del esquema, por lo que hay que aguardar a las próximas semanas para tener un mejor termómetro de la situación. En ese sentido, puede ser que la suba del CCL de las últimas ruedas colabore para que el instrumento capte mayor atención. En tanto, ya hay emitidos de los BOPREAL serie uno US\$125 millones (valor nominal) y hoy empezaría a cotizar la primera tanda de US\$68 millones.

Otra rueda crítica para el CCL

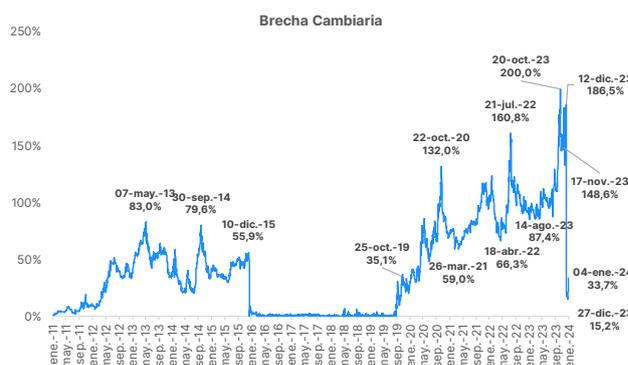
El **CCL Senebi hilvanó su quinta jornada consecutiva al alza al trepar 3,8% hasta \$1.085.** Así las cosas, **se disparó 16,7% en este breve lapso,** la mayor suba para cinco días desde las PASO, en las cuales Javier Milei salió primero contra todo pronóstico. Con este abrupto repunte, **la brecha cambiaria pasó de un mínimo post devaluación de 15,2% alcanzado el 27/12 a 33,7% ayer, coronándose como el mayor spread desde el salto discreto récord del 13/12** (recordar que la brecha había comprimido de 186,5% hasta 30%). ¿Hasta dónde puede llegar el CCL? Como explicamos en nuestro [último Daily](#), entendemos que **el equipo económico se sentiría cómodo**

con una brecha de hasta 60% por cómo fue planteado el esquema cambiario desde un principio (el dólar tarjeta es oficial + 60% impuestos). **Bajo este supuesto, el CCL tendría espacio para dispararse casi 20% más para cotizar en torno a \$1.300.** Dada la alta nominalidad, **esto lo llevaría a ubicarse en niveles similares a los del 24/11** (equivalente a \$1.312 de hoy), superando el valor alcanzado en la antesala al ballottage de \$1.230 de hoy, aunque permaneciendo muy alejado del pico pre elección general de \$1.615 de hoy. En adición a las razones expuestas ayer, consideramos que **la tasa real tan negativa podría estar contribuyendo a impulsar los dólares financieros.** Con la tasa real del plazo fijo (*ex post* y sin referencia *ex ante* dado lo desactualizado que quedó REM noviembre) en -88,2% anual (suponiendo una inflación de 30% en diciembre), no sorprende que los inversores vean al dólar como un refugio de valor en un contexto de alta nominalidad y sin tasas atractivas en pesos. Como mencionamos en nuestro informe de [Perspectivas 2024](#), **el plan del equipo económico sería que haya una tasa positiva en dólares, pero muy negativa en términos reales.** Es decir, **se busca crear un ambiente propicio para hacer carry trade, lo que les restaría presión a los dólares financieros.** La evidencia muestra que las tasas similares a libres de riesgo de entre 7,5% y 9% efectivo mensual de Money Market y Plazo Fijo no estarían siendo suficientes para mantener el atractivo en posiciones de *carry*.

CCL sin freno



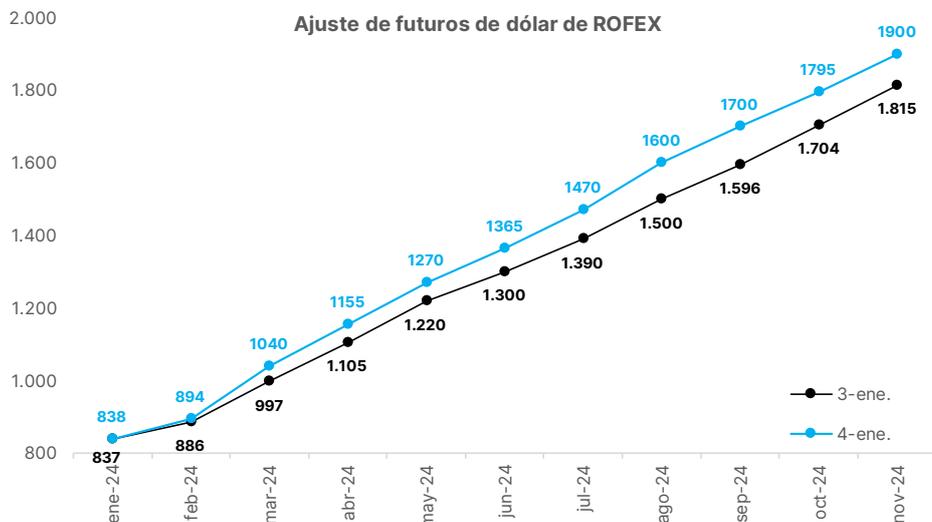
La mayor brecha desde la devaluación del 13/12



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

Por otra parte, **los movimientos en el mercado de futuros y la curva dollar linked y dual confirman que el mercado descrea que el *crawling peg* pueda sostenerse en 2% mensual "más allá del sinceramiento de precios relativos"**, como había expuesto el BCRA en sus Objetivos y Planes para 2024. Con una brecha cambiaria en alza y con altas chances de que pueda seguir ampliándose en el cortísimo plazo (ver nuestro informe de Perspectivas 2024 para mayor detalle) sumada a la fuerte apreciación real del peso en curso, no nos resulta llamativo que los inversores **comiencen a descontar, de mínima, una aceleración del *crawling peg* o, incluso, un salto discreto adicional que resulte en una unificación cambiaria.** En este sentido, **los futuros de ROFEX prácticamente revirtieron en su totalidad las bajas de inicio de la semana tras el fuerte rebote de este miércoles y jueves.** Ayer todas las posiciones finalizaron al alza, avanzando entre 0,1% (contrato de enero) y 6,7% (contrato de agosto). En consecuencia, las posiciones de marzo en adelante treparon entre 4,2% y 7,7% en la semana, quedando en terreno negativo sólo el tramo corto de la curva. El contrato de enero cedió 1,1% semanal para terminar en \$838 y el de febrero apenas 0,2% para cotizar en \$894. Destacamos que ambos valores se encuentran muy por encima de lo que debería valer el dólar oficial si se mantuviese el *crawling peg* corriendo al 2% mensual. Precisamente, debería estar en \$825 para fines de enero y en \$841 para fines de febrero. En igual sintonía, **los bonos dollar linked escalaron ayer entre 2,7% y 6,4% y los duales entre 2,2% y 7,2%**, exhibiendo en algunos casos subas por encima de 10% en lo que va de la semana (duales con vencimiento posterior a junio 2024 y dollar linked a 2025).

Fuerte alza de los futuros de ROFEX

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

Por último, hoy se retoman formalmente las conversaciones con el FMI para poder destrabar el acuerdo que está virtualmente caído, lo que podría mejorar las expectativas de corto plazo de ser positivo el desenlace. Cabe recordar que el FMI tenía planeado reunirse en noviembre para analizar el cumplimiento de las metas del tercer trimestre, pero esta reunión quedó en suspenso. De esta revisión, podía resultar un desembolso por US\$3.350 millones. El equipo económico buscará destrabar este desembolso, ya que hay que pagar US\$1.960 millones de capital en enero (US\$1.310 millones el 09/01 y US\$650 millones el 16/01, aunque podría postergarse hasta fin de mes por ser pago de capital, como ocurrió en la gestión Fernández) y US\$810 millones de intereses en febrero (se debería hacer el 01/02, ya que sería inamovible el pago). En otras palabras, **hay que pagarle al Fondo US\$2.770 millones de aquí a un mes vista**. Además de estos compromisos, **el próximo martes Argentina pagará US\$1.550 millones de cupones de Globales, de los cuales US\$1.100 millones están en manos privadas**. Por ende, los compromisos hasta principios de febrero suman casi US\$3.800 millones en manos privadas y organismos internacionales. Hoy en el Boletín Oficial (ver [aquí](#) y [aquí](#)) se publicó que **el Tesoro emitirá una nueva letra intransferible al BCRA por hasta US\$3.200 millones para afrontar estos pagos, mientras se esperan novedades sobre el acuerdo con el FMI**. Destacamos que **si bien las reservas netas se encuentran en un estimado de -US\$8.300 millones, hay oro y liquidez en divisas y treasuries por alrededor de US\$12.000 millones que se utilizarán para saldar los compromisos de corto plazo**. Como siempre recordamos, el único pasivo exigible de corto plazo son los encajes de los depósitos en dólares por casi US\$9.100 millones. Para terminar, entendemos que no está en precios un desembolso del Fondo por fuera de los correspondientes al Acuerdo de Facilidades Extendidas celebrado en marzo 2022, por lo que los activos podrían reaccionar positivamente de ocurrir.

Cómo está el balance del BCRA antes de los pagos de la próxima semana

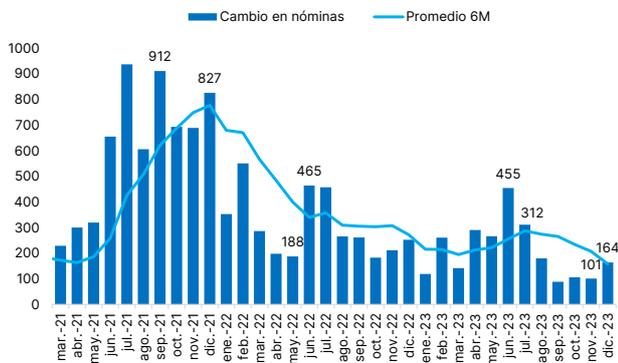
Balance del BCRA en US\$ al 04/01 (estimado)			
Activos	23.881	Pasivos	32.169
Oro (i)	4.038	Swap chino	18.189
Liquidez en divisas y treasuries (ii)	8.002	Encajes (iii)	9.096
Yuanes remanentes 1° tramo	0	Instituciones Financieras	2.941
Yuanes remanentes 2° tramo	5.125	Repo SEDESA	1.869
Yuanes "activables"	6.716	Cheques en divisas	22
DEGs	0	Depósitos Gobierno	0
		Otras Obligaciones en US\$	52
		Patrimonio Neto	-8.288
Stress Test (salida de depósitos en US\$ de 100%, (i) + (ii) - (iii))			2.944

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

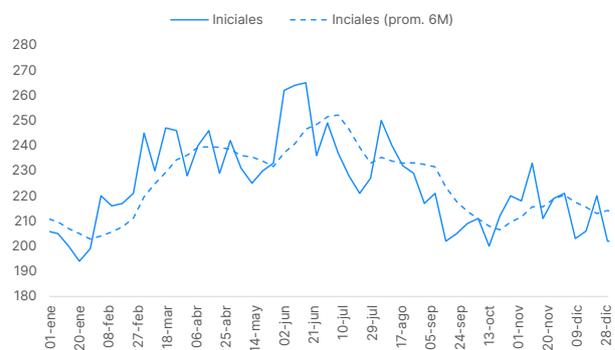
Repunte en la contratación en el sector privado en diciembre

Los datos del mercado laboral publicados ayer evidenciaron cierto repunte del sector en diciembre, que se venía desacelerando en los últimos meses. Esta dinámica pone en duda la tesis del mercado de que la Fed reducirá la tasa de referencia en 6 ocasiones el año próximo y genera **presión sobre el tramo largo de la curva de rendimientos (tasa a 10 años)** que ascendió 8 pbs ayer y hoy continúa al alza trepando otros 4 pbs, hacia la zona de 4,03%, superando nuevamente la barrera del 4%. **La contratación en el sector privado aumentó a un ritmo más rápido de lo esperado en diciembre, según el Reporte Nacional de Empleo (ADP).** Los salarios privados aumentaron 164 mil durante el mes, un incremento sustancial desde la cifra revisada a la baja de 101 mil en noviembre y mejor que la estimación de 125 mil de los analistas del mercado. **En otra señal de fortaleza del mercado laboral, se desaceleraron las solicitudes de desempleo en las últimas semanas de 2023.** En este sentido, las solicitudes iniciales por desempleo se situaron en 202 mil en la semana que finalizó el 30 de diciembre, disminuyendo desde 220 mil la semana anterior y por debajo del 216 mil esperado. A su vez, en la semana que concluyó el 23 de diciembre los reclamos continuos por desempleo se ubicaron en 1,855 millones, por debajo de lo previsto (1,881 millones) y desacelerándose desde 1,886 millones anteriores. Además, **hoy tendremos un panorama más claro de cómo terminó el sector en 2023**, ya que se dará a conocer la tasa de desempleo (3,8% esperado para diciembre), la tasa de participación de la fuerza laboral (62,8% esperado) y el cambio en las nóminas no agrícolas (175 mil esperado), entre otros.

Nóminas no agrícolas (ADP)
(en miles)



Solicitudes iniciales por desempleo
(en miles)



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

En este contexto, **los futuros de los principales índices bursátiles comienzan pintados de rojo.** El Nasdaq es el que más sufre, observando un descenso de 0,31%, seguido de cerca por el S&P 500 y el Dow Jones, que hicieron lo propio en 0,21% y 0,2%, respectivamente. En lo que respecta a renta fija, **los rendimientos de los bonos del Tesoro ascienden a lo largo de la curva.** La tasa de referencia a 10 años trepa 4 pbs hasta 4,03%, mientras que el tramo corto (tasa a 2 años) suma 3 pbs hacia la zona de 4,41%. Como resultado, el spread entre la tasa de 2 y 10 años se sitúa en -37,98 pbs. ¿Qué sucede con los precios del petróleo? El WTI sube 1,04% para ubicarse en torno a US\$72,95 por barril, a su vez que el Bren cotiza en US\$78,14 (+,071%). Finalmente, **el dólar se aprecia frente al resto de las divisas y el DXY crece 0,27% hasta 102,68 puntos.**

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.