

26 de enero de 2024

# Daily Mercados

ppi

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

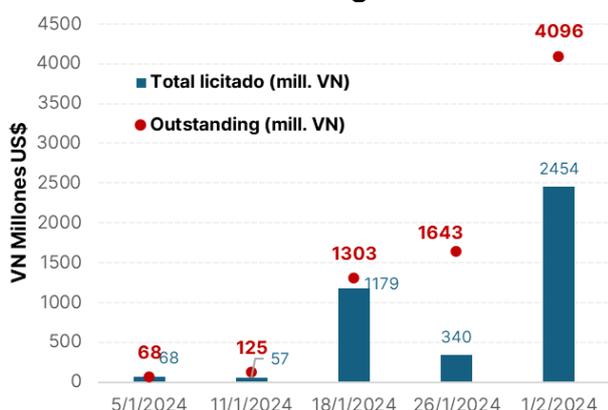
### ¡El BCRA lo logró! El éxito de la licitación del BOPREAL

Como adelantamos durante toda la semana, los planetas se alinearon para que la suscripción del BOPREAL fuera un éxito. Resueltas las cuestiones operativas, reducido el spread entre el tipo de cambio implícito y el CCL y ante el incipiente mercado secundario, **el BCRA logró colocar US\$2.454 millones de valor nominal del BOPREAL Serie 1**, acumulando un total de US\$4.096 millones de nominales hasta la fecha. Así, la suscripción de esta semana fue la mayor desde el inicio del BOPREAL, superando incluso la tercera licitación (VN US\$1.179 millones) cuando circuló en los medios que una gran automotriz se había llevado entre 90/95% del total emitido. De esta manera, **solo restarían por emitirse US\$904 millones de nominales** para completar la Serie 1, lo cual pensamos que no será un gran desafío para la última licitación sin el gravamen del impuesto PAIS (miércoles que viene).

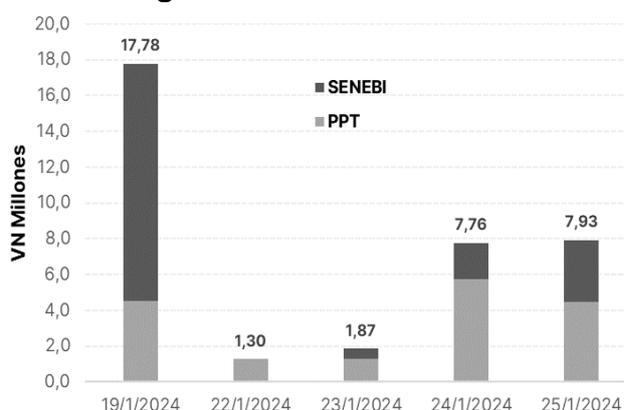
Vale la pena resaltar el efecto sobre el CCL de ayer. **En la medida en que el mercado especulaba con una suscripción satisfactoria del BOPREAL, los dólares financieros comenzaron a desinflarse desde los máximos del día.** A modo de ilustración, el CCL SENEBI llegó a operarse alrededor de \$1.310, pero cerró la jornada en \$1.280, colocándose incluso por debajo del viernes pasado (\$1.290). ¿Habrà sido el BOPREAL o algùn otro factor? Tomando el rol de abogado del diablo, no hay que perder de vista que también juega a favor el dictamen de la Ley Ómnibus y una buena jornada para las monedas de LATAM. Sin embargo, para nosotros el factor predominante tanto por el timing como por la baja en la demanda reprimida de las empresas importadoras fue el éxito del BOPREAL.

En este punto, el último obstáculo yacía en la profundidad del mercado secundario. **Incluyendo la rueda de ayer, el BOPREAL lleva cinco jornadas consecutivas operando un volumen promedio de 7,33 millones de nominales contra cable.** En tanto, el incremento en el volumen operado coincide con un aumento del precio, que pasó del rango de US\$64,5/65 en los primeros tímidos bids a US\$68,5 ayer (+5,7% en la semana). Si vamos a los números finos, **el tipo de cambio implícito del BOPREAL al precio del mercado secundario de ayer fue de \$1.205**, lo cual se encuentra 6% por debajo del último cierre del CCL. A nuestro entender, para las empresas importadoras esta arista fue la más relevante a la hora de tomar la decisión de entrar o no al BOPREAL.

**Evolución Outstanding del BOPREAL**



**BP27C gana terreno en el secundario**



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

**¿Qué deberá monitorear ahora el mercado?** En nuestra opinión, **la única debilidad de corto plazo podría ser la posición técnica.** De corto plazo, si ingresan muchos importadores en la próxima semana hasta el miércoles (dado que es la última oportunidad para licitar sin el gravamen del

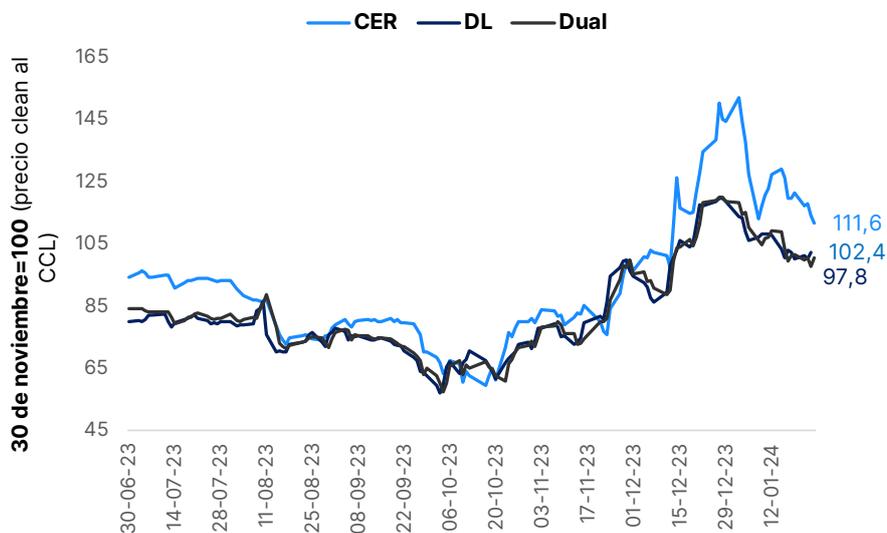
impuesto País), consideramos que la posición técnica puede ser complicada. En otras palabras, si los tenedores quieren deshacerse de los bonos para hacer CCL todos juntos, el precio va a estar presionado a la baja. Es algo que naturalmente se irá limpiando con el correr de las semanas/meses en la medida en que el interés por la aplicación fiscal vaya apareciendo. En definitiva, como el inversor no está obligado a venderlo en un plazo determinado, **el tiempo corre a su favor**, ya que puede mantenerlo en posición y esperar un buen timing de venta.

Por último, pero no menos importante, el efecto monetario del BOPREAL. La licitación de ayer provocará una **absorción monetaria de \$2,03 billones**, equivalente a **4,5% del M3 Privado** (el agregado monetario más amplio). Vale recordar que las licitaciones anteriores habían absorbido \$1,34 billones, totalizando con la de ayer \$3,37 billones. Siendo optimistas con el remanente de la Serie 1 y los US\$5.000 millones a licitar de las Series 2 y 3, la esterilización adicional podría ser de \$4,86 billones adicionales. Como puede observarse, además de resolver la cuestión de la deuda importadora, este instrumento permite una **absorción virtuosa de los agregados monetarios, lo que acerca la estabilización.**

### Debilidad de la deuda en pesos, ¿casualidad o desarme por el BOPREAL?

En las últimas ruedas nos hemos preguntado la razón detrás de la sangría en la deuda en pesos. En líneas generales, **el desempeño que tuvieron las curvas en pesos en las últimas semanas refleja una debilidad generalizada**, aunque **la más aguda fue en el tramo CER**. ¿A qué creemos que se debe? En principio, **la corrección de esta curva se debe a la recalibración del sendero proyectado de inflación** a partir de que los últimos datos de inflación de alta frecuencia dieron por debajo de lo esperado. Si bien son datos volátiles y con notables diferencias entre las consultoras que los elaboran es finalmente la información que esta incorporada en los precios. Vale la pena aclarar que creemos que el mercado está siendo algo optimista con el sendero de desinflación. Nuestro *view contrarian* se basa en que 1) la baja de la tasa de interés no estabiliza, estirando el período de alta inflación, 2) una fuerte aceleración del ritmo de devaluación e incluso, en el extremo, la posibilidad de otro salto discreto en el horizonte si la brecha cambiaria se escapa de 60%, y 3) los aumentos de tarifas energéticas se extenderían y serían más agresivos de lo previsto (para mayor detalle ver nuestro último informe macro [¿Camino a la estabilización?](#)). Por otro lado, **la volatilidad del CCL sigue afectando a las estrategias de carry trade, lo que genera una fuerte salida de instrumentos en pesos.**

### Índice ponderado de la deuda en pesos base 100= 30 de noviembre, 2023



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

**Otra mirada sobre el tema podría recaer sobre el BOPREAL.** Para suscribir BOPREAL en la licitación, las empresas deben retirar los pesos de alguna otra inversión. En la fecha de liquidación de la tercera licitación (18 de enero), observamos retiros significativos de FCI MM que asociamos parcialmente a la integración del BOPREAL (hubo también liquidación de licitación del Tesoro en aquel día). En concreto, hubo rescates netos por \$515.484 millones de los fondos de liquidez inmediata (ver gráfico de abajo). No obstante, **si varios jugadores deciden conseguir la liquidez para colocarse en BOPREAL a través de otros instrumentos (como títulos del Tesoro), tendría sentido ir desarmando la posición de a poco de cara a la integración de la semana que viene** (la licitación de ayer liquida el 1 de febrero). En síntesis, no descartamos que la debilidad reciente en la deuda CER (y ahora también en DL/Dual) sea explicada por esta estrategia. Dicho todo lo anterior, en los últimos días detectamos salidas considerables en la industria de FCI tanto CER como DL, rotando hacia fondos 'Money Market'.

### Flujo Diario de los FCI Locales por tipo de estrategia

	Industria	T+0	RF T+1 \$	DL	CER	Otros
Dic-29	375.586	255.025	35.754	14.547	33.941	36.319
Ene-02	798.214	709.858	60.100	-39.214	36.485	30.986
Ene-03	74.183	67.669	25.612	-38.759	17.401	2.260
Ene-04	71.419	9.951	9.222	-13.806	48.289	17.763
Ene-05	77.583	-6.837	40.028	14.271	13.628	16.493
Ene-08	-43.828	-28.162	526	-23.142	325	6.626
Ene-09	-232.983	-188.077	-18.223	-656	-33.405	7.378
Ene-10	-241.419	-243.409	11.665	-13.976	164	4.136
Ene-11	98.799	69.798	10.917	3.589	12.715	1.780
Ene-12	422.306	393.127	8.555	7.852	-2.129	14.902
Ene-15	-359.255	-322.467	-752	-9.349	-12.195	-14.491
Ene-16	293.490	319.003	13.591	-32.653	-5.962	-490
Ene-17	-158.238	-178.536	2.682	-7.136	13.369	11.383
Ene-18	-485.927	-515.484	28.523	1.084	-871	820
Ene-19	120.997	133.470	11.037	-4.915	-19.497	901
Ene-22	-72.381	-37.076	5.574	-32.911	-540	-7.428
Ene-23	109.351	111.357	14.050	6.379	-13.395	-9.040
Ene-24	-45.932	5.873	-6.694	-12.820	-19.988	-12.304
Ene-25	7.557	113.524	-14.141	-51.784	-40.427	385

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

### ¿Cómo queda la deuda de los importadores?

En un comunicado conjunto del ministerio de Economía y el Banco Central se informó que el Padrón de Deuda Comercial (deuda de importadores con proveedores del exterior) terminó por registrar US\$42.600 millones, de los cuales US\$8.500 millones fueron deudas canceladas sin acceso al mercado de cambios. Por ende, **el neto de deuda no cancelada quedó en US\$34.100 millones**, una cifra significativamente más baja de la que inicialmente se creía. Vale decir que, a junio, último dato oficial, el informe de Deuda Externa Privada del BCRA reflejaba una deuda comercial por US\$47.864 millones, de la cual 59,4% era *intercompany* (US\$28.441 millones) y 40,6% con compañías no relacionadas (US\$19.422 millones). Sin embargo, por la diferencia entre importaciones devengadas y pagadas, estimábamos que entre junio y noviembre había saltado US\$18.512 millones, llegando a una deuda al 30 de noviembre de US\$66.364 millones. En consecuencia, **la implementación del padrón permitió determinar que la deuda "a resolver" era 48,6% más baja.**

Pensando en cómo sigue la cuestión de aquí en adelante, se adjudicaron US\$4.096 millones de VN de BOPREAL y seguramente la semana que viene se complete la Serie 1 con los US\$904 millones VN adicionales para alcanzar los US\$5.000 millones de VN estipulados. Adicionalmente, se informó que se ofrecerá la Serie 2 por hasta un máximo de US\$2.000 millones de VN (tendrán prioridad de suscripción la MiPyMES cuya deuda supere US\$500.000 millones) y la Serie 3 por hasta US\$3.000 millones VN, totalizando otros US\$5.000 millones. A la paridad actual de US\$68,5 esto permitiría dar una solución inmediata por **US\$6.850 millones para los importadores que deseen deshacerse del título en el mercado secundario**, asumiendo que las Series 2 y 3 también se completan rápido. Por otro lado, cabe recordar que para aquellas compañías que hayan suscripto más del 50% del total de su deuda, el BCRA les garantizará acceso por el 5% de la misma al MULC a partir del 1º de febrero, lo que agregaría un máximo de **US\$500 millones** a la resolución de la cuestión. En el mismo sentido, ayer el ministro Caputo aclaró en su cuenta de X que el acceso a las MiPyMES con deudas menores US\$500.000 se les dará un acceso escalonado al MULC (en febrero, marzo y abril) que demandará **US\$1.200 millones** y resolverá la deuda del 80% de estas compañías. Por último, no debe ser soslayado que todavía queda un **stock de LEDIV por US\$2.511 millones** al 22/01 que tiene cobertura perfecta sobre el dólar oficial (dólar link + 0%). Agregando las partes, se llega a la conclusión de que, si bien el problema no está resuelto, el avance en poco tiempo y en una magnitud relevante permite ser optimistas con la resolución de este cuello de botella que dificulta, al menos en la idea del equipo económico, la salida del control de cambios.

### El Merval encaminado a los cuatro dígitos

El principal índice bursátil argentino tuvo un rally violento esta semana. De culminar la anterior en US\$897, **en el cierre de ayer se posó sobre los US\$991, marcando su máximo nivel desde las PASO del 2019**. Así, dejó atrás el pico previo de US\$987 marcado en diciembre, y se encamina a alcanzar los cuatro dígitos. Considerando que el Merval ya sobrepasó en diversas ocasiones el techo de 2019 en términos nominales, la pregunta es si finalmente podrá hacerlo en términos constantes. Aún queda recorrido para los US\$1.166, y sin duda se requerirán confirmaciones de un cambio de rumbo para el país, pero con el avance de US\$90 en una semana, ya no parecen tan lejanos.

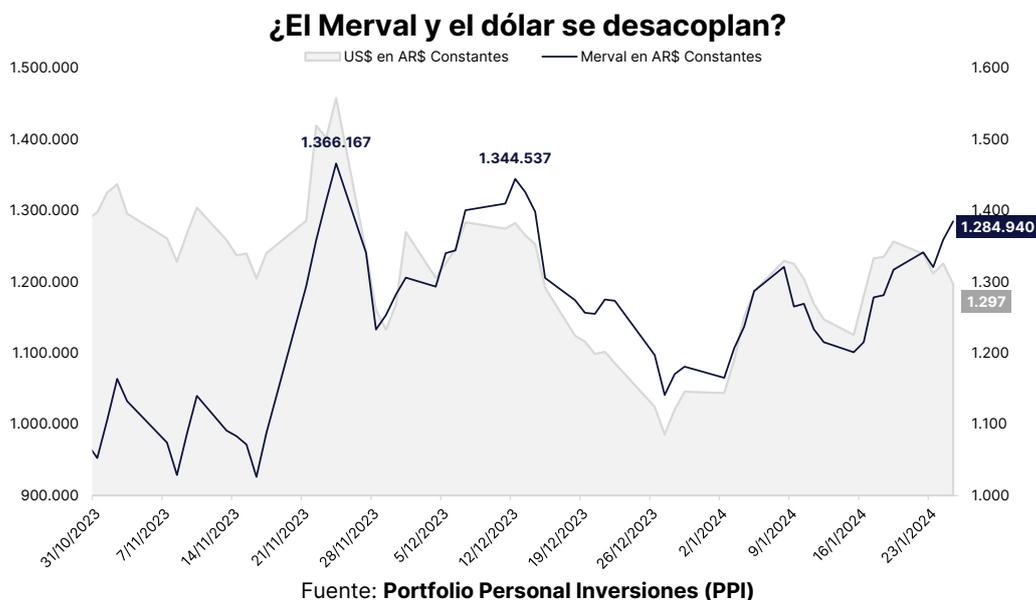
### El Merval marca nuevos máximos desde las PASO 2019



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

Quizás una de las cuestiones más interesantes para analizar en este escenario, es el desacople del índice y la divisa norteamericana. **¿Acaso el Merval comenzará a despegarse del dólar?** Días atrás su *outperformance* no era tan evidente. Sí es cierto que el índice avanzó a una velocidad

muy superior a la de la moneda, pero ello ya había sucedido durante otros períodos del año donde el índice también se utilizaba como cobertura. Además, dado el rezago que había tenido en las semanas previas, no resultaba alocado que recupere terreno. Sin embargo, ayer fue diferente. Es claro que uno no dependió del otro. **El dólar medido por ADRs cayó 1,6% de \$1.318 a \$1.297 al tiempo que el Merval en pesos ascendió 2,7%. Una incuestionable divergencia.** La pregunta ahora es si se mantendrá la tendencia.



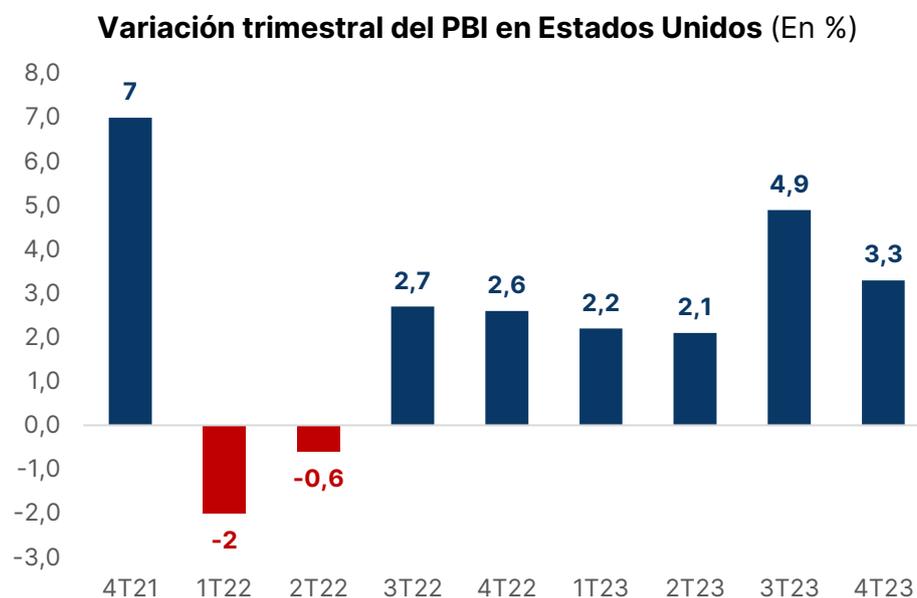
Desde hace tiempo que insistimos con la idea de que **las acciones estaban siendo utilizadas primordialmente como instrumentos de cobertura** en un contexto donde las empresas tienen un universo de inversión limitado para *hedgearse*. También venimos insistiendo con que **esto podría cambiar ni bien se vean señales de un cambio normativo** para la empresa privada. Sin dudas este vino de la mano de la Ley Ómnibus, cuya negociación sigue en marcha. No obstante, esta vez, **parte del viento de cola provino del paro de la CGT, cuya convocatoria e impacto sobre el nivel de actividad fue inferior a lo esperado** dado su nivel de acatamiento. Así, la esperanza de tiempos de cambio se mantuvo intacta.

### Sólido crecimiento del PIB en EE. UU. en el 4T23 ¿La Fed logrará un *soft landing*?

Sobre la mesa, nuevamente, se habla del *soft landing*. La economía estadounidense creció más de lo esperado en el cuarto trimestre del 2023 (4T23), impulsada por un fuerte gasto del consumidor, y descartó las predicciones de un *hard landing* en el 4T23. En esta línea, **el PIB de Estados Unidos sumó 3,3% trimestral en los últimos 3 meses del año pasado**. Aunque experimentó una desaceleración en comparación con el tercer trimestre (4,9%), los analistas anticipaban una disminución más pronunciada de la actividad (2% esperado).

**El gasto del consumidor representó la mayor parte del crecimiento, expandiéndose a un ritmo de 2,8%** (vs 3,1% del 3T23), evidenciando aumentos tanto en servicios como en bienes. Además, el informe preliminar del PIB del cuarto trimestre del Departamento de Comercio, también mostró que las presiones inflacionarias continúan disminuyendo en comparación a la primera mitad del año. De este modo, **la inflación PCE creció a un 2% trimestral, igualando los pronósticos y el dato del tercer trimestre**. En resumen, desde 4T22 hasta 4T23, la economía registró un sólido crecimiento del 3,1%, superando ampliamente las estimaciones de los analistas que preveían una contracción de 0,1% en diciembre 2022. Parte de la resistencia de la economía

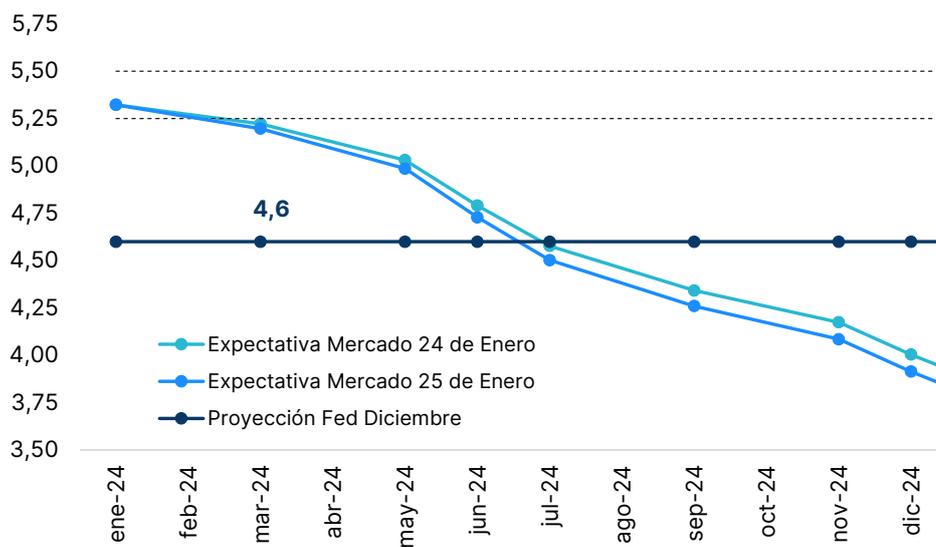
se refleja en la solidez del mercado laboral, marcado por bajos despidos y crecimiento de los salarios, que respaldan el gasto del consumidor. La economía creó 2,7 millones de empleos en 2023.



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

Más allá del PIB, el foco hoy estará puesto sobre la inflación PCE, la medida preferida de la Reserva Federal. Los datos del PIB de ayer contenían información sobre la inflación PCE, la cual se puede utilizar para calcular la cifra mensual de diciembre, siempre y cuando no haya revisiones en los datos anteriores. **Estas cifras indican que la inflación PCE podría aumentar 0,15% mensual en diciembre, mientras que la inflación núcleo podría situarse en 0,16% mensual, en comparación con el pronóstico de 0,2% para ambos indicadores.** Esta nueva información sobre la inflación podría estar influyendo en las expectativas del mercado respecto a las posibles decisiones de la Reserva Federal en cuanto a la política monetaria. Por un lado, **las probabilidades implícitas en el mercado de renta fija vuelven a descontar 3 recortes de la tasa de interés de referencia en la primera mitad del año, en lugar de 2 como se venía observado en los últimos días.** Además, la probabilidad de observar un recorte en la reunión de marzo pasó de 42% el miércoles a 53% al cierre de ayer. En esta línea, ayer la tasa a 10 años recortó 6pbs, hacia la zona de 4,12%, a su vez que el tramo corto (tasa a 2 años) hizo lo propio en 9pbs, hasta 4,29%. Como resultado, el spread entre la tasa de 2 y 10 años finalizó ayer -17,9pbs.

**Expectativa de tasa de interés vs lo proyectado por la Fed (En %)**



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

## 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.