

31 de enero de 2024

Daily Mercados

ppi

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

Los Globales extienden la caída

La deuda soberana en dólares continuó con la tónica que inició la semana y replicó las pérdidas del lunes. Los Globales retrocedieron entre 1% y 1,8%, **llevando al precio promedio ponderado por outstanding a los US\$36,8 y posicionando a dicha medida en valores que no observábamos desde mediados de enero**. Nuevamente, los títulos más defensivos fueron el GD29 y GD30, que ayer cedieron 1,1% y 1,2%, respectivamente. Por otro lado, el GD46 descendió 1,5%, el GD38 y GD41 1,7% (ambos) y el GD35 cedió 1,8%. De esta manera, a una jornada de culminar el mes, **solo el GD29 y GD30 tienen un rendimiento positivo en enero** (2,5% y 1,8% respectivamente). Sobre este punto, el spread old/new indenture de los Globales desde mediados de enero comprimió marcadamente hasta llevar a dicho spread a terreno negativo como se ve el gráfico. ¿Qué refleja esto? El mercado no espera un tratamiento diferente por legislación, y le otorga mayor importancia a otras características de la deuda. En otras palabras, ya no busca refugiarse en los instrumentos de cláusulas más robustas (old indenture), reflejando un sentimiento relativamente optimista de la deuda soberana en dólares hacia adelante.

Spread Old/New indenture



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

Retomando el desempeño de los Globales de ayer, ¿la caída solo fue una cuestión idiosincrática? Para responder esta pregunta podemos observar al ETF EMB ya que es un activo muy utilizado para evaluar el desempeño del universo emergente. **Dicho ETF lleva desde el jueves de la semana pasada una racha optimista**. Ayer avanzó 0,2% mientras que el lunes hizo lo mismo en 0,4%, reflejando que, los Globales se comportaron a contramano del universo emergente. Esta performance en sentido contrario al de sus pares, como dijimos ayer, **refleja la incertidumbre predominante en el plano local sobre el debate y las discusiones en torno a la Ley Ómnibus** (eliminación del capítulo fiscal e idas y vueltas referidas a la posible coparticipación del impuesto PAIS, reforma laboral, etc). En tanto, **hoy comienza una sesión maratónica para tratar la Ley de Bases**. Por su parte, la UCR y Coalición Federal publicaron que darán quórum en la sesión de hoy y que en general votarán a favor. De todas formas, no descartamos sorpresas a lo largo de estos dos días ya que la oposición dialoguista se mantuvo muy firme sin ceder terreno en las negociaciones y ha adelantado disidencias en el tratamiento en particular.

Resultados de la última prueba de enero para Finanzas

El Tesoro adjudicó casi \$1,4 billones en la última licitación de enero. Según nuestros números, los vencimientos apenas rozaban los \$21.200 millones. Por lo que, en un contexto complicado para la deuda en pesos, la entidad obtuvo un excelente resultado neto positivos de aproximadamente \$1,3 billones.

En esta oportunidad, **el MECON buscó colocar tres nuevos instrumentos ajustables por inflación con la particularidad de ser bonos largos** (vencimiento en 2026, 2027 y 2028) **y sin cupón**. El primero, (TZX26) se colocó a una tasa de -1,97%. **Fueron ampliamente generosos con este título ya que, estimando por la curva del mercado secundario, debería haber cortado a una tasa inferior (área -5%)**. Dado el diferencial de tasa ofrecido, el TZX26 explicó el 88,8% del monto capturado en la licitación. Por otro lado, el título con vencimiento en 2027 fue emitido a una tasa mucho más en línea con lo que esperábamos (-0,99%). Aunque, representó tan solo el 11,1% del monto colocado. Por su parte, **el bono del menú que vence en 2028 (TZX28) tuvo apenas 2.800 millones de ofertas, con lo cual la emisión se declaró desierta**. Cabe mencionar que además de ser el bono más largo del menú, era la única emisión que no tenía la posibilidad de licitar puts. A priori, **que el TZX28 haya quedado desierto sugiere que los bancos prefirieron no estirar tanto la duration, en especial, dado que no iban a licitar puts para este instrumento**. En línea con este punto, el BCRA hoy licitará puts para los dos títulos nuevos que vencen en 2026 y 2027, por lo que podremos tener un color sobre la participación de los bancos en la subasta.

Resultado última licitación de enero

Resultado de la Licitación (30 de enero 2024)

Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
BONCER (TZX26)	06/30/26	1.145.579	1.202.858	-1,97%***
BONCER (TZX27)	06/30/27	145.794	150.897	-0,99%***
BONCER (TZX28)	06/30/28	Desierta		

Total Licitación (P\$ Mill.)	1.353.755
Vencimientos (P\$ Mill.)	21.217
Resultado (+/- AR\$ Mill)	1.332.538

*Spread sobre Devaluación del Tipo de Cambio oficial.

***Spread sobre CER

**Nominales en US\$.

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

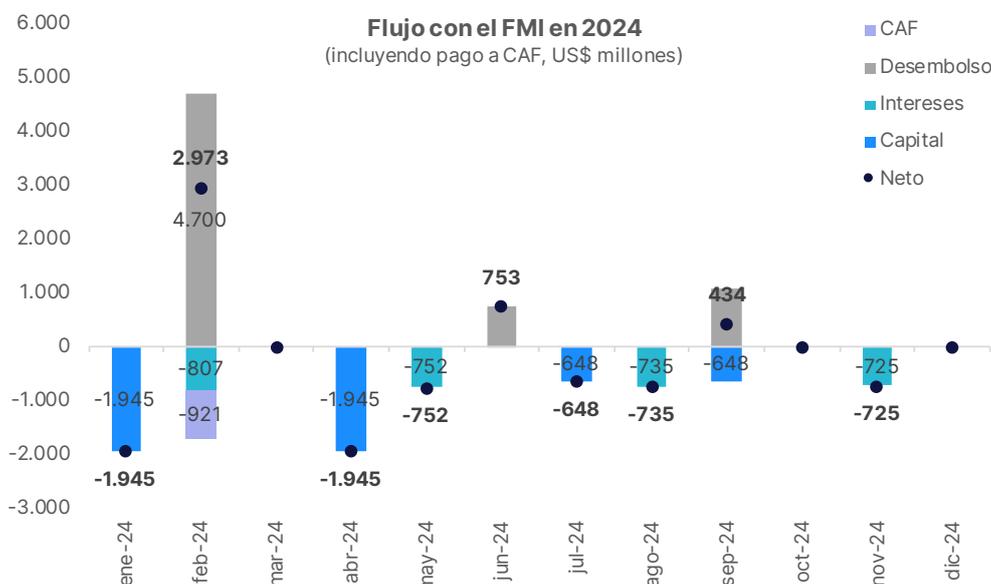
De esta manera, **Finanzas, logró aprovechar las tasas “bajas” que todavía presenta la curva soberana en términos históricos para estirar la vida promedio de la deuda en pesos, y a su vez, reducir el gasto de intereses explícito**. Este último punto favorece al resultado financiero, ya que ese concepto no verá reflejado los intereses de estos títulos (por más que el gasto de intereses previo de la deuda en pesos ya era muy bajo). Como en la última subasta, **el Tesoro destacó que el producto de esta licitación se destinaría a la recompra de deuda del Tesoro en manos del BCRA (T5X4)**. A su vez, el MECON decidió suspender el Programa de Creadores de Mercado lo que implica la interrupción de las segundas vueltas en cada licitación.

A la espera de definiciones del Directorio del FMI

De acuerdo con trascendidos en la prensa, hoy se reunirá el Directorio del Fondo Monetario Internacional para **aprobar el desembolso pendiente por US\$4.700 millones, a pesar de que la**

Argentina se haya desviado significativamente de las metas pactadas para 2023. Vale recordar que este monto es superior a los casi US\$3.300 millones que estaban previstos para noviembre 2023, cuando se postergó la reunión del *Board* del FMI. Destacamos que este monto mayor al acordado inicialmente **no se trata de "new money", sino de un cambio en el cronograma de desembolsos.** Precisamente, se adelantaría la totalidad del que estaba pactado para marzo por alrededor de US\$1.100 millones y US\$300 millones del de junio, que estaba estipulado en otros US\$1.100 millones. Tras el desembolso de US\$4.700 millones, solo restarían dos más bajo el *Extended Fund Facilities*. En detalle, **se recibirían casi US\$750 millones en junio y US\$1.100 millones en noviembre** (según [trascendidos periódicos](#)), que estaban previstos en un principio para girarse en septiembre tras la revisión del segundo trimestre.

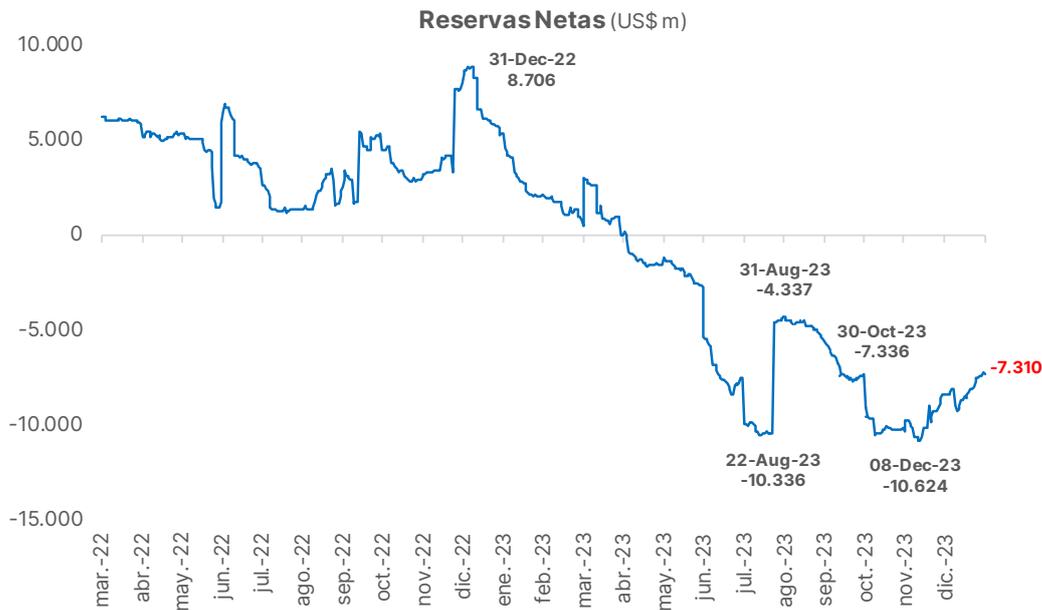
¿Cómo queda el flujo con el FMI en 2024?



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

Retomando el desembolso pendiente, **los US\$4.700 millones vienen a cubrir los pagos de capital de enero por US\$1.950 millones y el de abril por US\$1.950 millones y la devolución del préstamo puente a la CAF por US\$920 millones**, que permitió afrontar los compromisos con el Fondo en diciembre. **Solo restaría definirse cómo se pagarán los intereses al FMI por US\$810 millones en febrero**, que asumimos que se saldarán con reservas propias gracias a las compras del BCRA en el MULC desde que asumió Milei. **De mayo a diciembre 2024, Argentina debe afrontar pagos con el organismo por US\$3.500 millones**, de los cuales US\$2.200 millones son intereses, cuya fecha de pago es inamovible, y US\$1.300 millones es capital, cuyo pago podría postergarse a fin de mes en base a lo que ocurrió en el pasado. **Dado que sólo resta girarse US\$1.850 millones, el pago neto al Fondo es de -US\$2.600 millones en 2024**, por lo que estos compromisos deberán ser cubiertos con préstamos con otros organismos o reservas propias. Por ende, considerando este flujo neto con el FMI, que hay que pagar cupones de Globales por alrededor de US\$3.000 millones en julio y que las reservas netas subieron US\$3.300 millones desde que asumió Milei hasta un estimado de -US\$7.300 millones, **restan acumularse US\$12.300 millones de reservas netas para acumular US\$10.000 millones en lo que queda del año y cumplir el objetivo del FMI.**

Reservas netas mejoran US\$3.300 millones en lo que va de la gestión Milei

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)****Se extiende el retroceso del Merval**

El principal índice bursátil argentino volvió a retroceder en la segunda rueda de la semana. Esta vez **perdió 0,9% en moneda dura** frente a un dólar medido por ADRs que sumó 2,0%, **y se posó sobre los US\$987**. En otras palabras, el Merval en pesos no llegó a compensar el alza de la divisa norteamericana, luego de varias jornadas superándola con amplitud. **Es evidente el impacto que está teniendo el haber retirado el capítulo fiscal de la Ley Ómnibus** sobre el equity, aún cuando, a nuestro entender, son más relevantes los vinculados a la desregulación económica para que las empresas privadas vuelvan a un sendero de crecimiento sostenido. Por otro lado, **el fallo de la Cámara de Trabajo declarando que el apartado de la reforma laboral debe ser tratado por el Congreso y no puede ser impuesto por DNU** sumó incertidumbre sobre las reformas que intenta impulsar el Gobierno. Sobre todo, considerando que esta reforma es fundamental para el impulso de las compañías y el crecimiento del empleo privado formal. Tener que tratarlo en las Cámaras muy probablemente llevará a negociaciones y nuevas trabas como las que se están observando con la Ley de Bases, frenando su aplicación inmediata.

En lo que respecta al driver principal de la semana, **la aprobación de la Ley, hoy comienza a debatirse en la Cámara de Diputados su tratamiento**. Según diversos medios y comunicados realizados por las distintas coaliciones opositoras dialoguistas, **el oficialismo contaría con el quórum necesario para comenzar la sesión y con los votos suficientes para aprobar en general la Ley por amplia mayoría**. No obstante, según el comunicado de Hacemos Coalición Federal y una nota de [La Nación](#), en el debate en particular podría haber rispideces respecto de ciertos artículos, como el de privatizaciones, toma de deuda en moneda extranjera y facultades en la función de seguridad. **En definitiva, serán dos días clave** (el encuentro comenzó hoy a las 10 de la mañana y se espera que finalice mañana) **para definir el devenir de la Ley de "Bases y puntos de partida para la libertad de los argentinos"**. De lo que no hay duda es que su aprobación servirá de impulso para que el Merval vuelva a trepar decididamente.

¿Volverán los US\$1.000 si se aprueba la Ley?



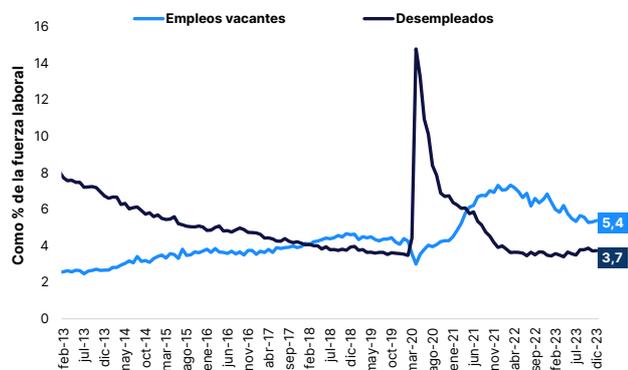
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Con un nivel de actividad que se mantiene sólido, ¿Cuál será la reacción de la Fed hoy?

La actividad se sigue mostrando sólida en el comienzo del 2024, así, la confianza del consumidor en EE.UU. aumentó en enero al nivel más alto desde fines del 2021. En este sentido, **el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board se situó a 114,8 en enero, superando los 108 (dato revisado) de diciembre e igualando las expectativas del mercado.** El aumento del índice durante los últimos 3 meses sugiere que al menos parte del impulso en el gasto de los hogares a fin de año perdurará. Esto acompañado de un mercado laboral sólido y expectativas de inflación positivas, tiene potencial de mantener la economía en un sendero expansivo.

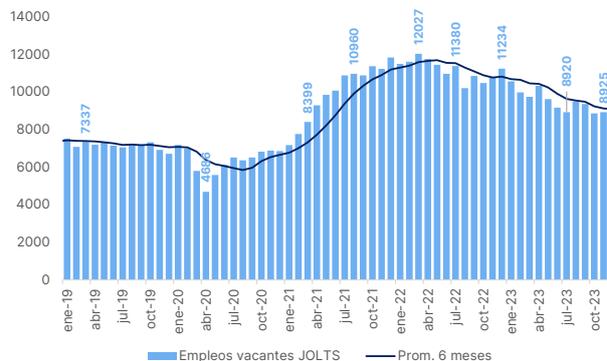
En relación con las noticias del mercado laboral, **las ofertas de empleo aumentaron en 101.000, alcanzando 9,026 millones en el último día de diciembre**, según el informe mensual de Ofertas de Empleo y Rotación Laboral (JOLTS, por sus siglas en inglés) del Departamento de Trabajo de Estados Unidos. Los datos de noviembre fueron revisados al alza para mostrar 8,925 millones de posiciones sin cubrir, en lugar de los 8,79 millones informados anteriormente. A su vez, **el dato estuvo por encima de los 8,75 millones estimados por los analistas del mercado.** Si bien el dato refleja la fortaleza en el mercado laboral a pesar de la política monetaria contractiva, la tendencia de largo plazo (promedio 6 meses) viene disminuyendo lenta pero consistentemente a lo largo del tiempo. Así en diciembre, dicho promedio posó en 9,095 millones, cuando en noviembre se situaba en 9,118 millones.

Evolución de empleos vacantes vs desempleo (% sobre fuerza laboral)



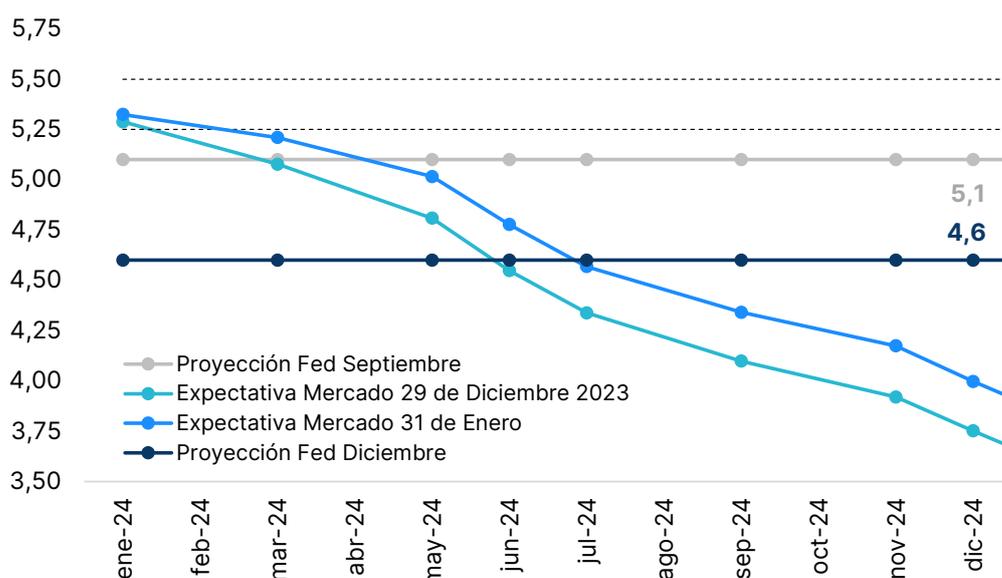
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Evolución de empleos vacantes y su tendencia de largo (JOLTS)



Los datos de empleo sugieren que el mercado laboral y el nivel de actividad se mantienen demasiado fuertes como para que la Reserva Federal reduzca la tasa de interés en el primer trimestre del año. De esta manera, la probabilidad de observar un recorte en marzo pasó de 84,3% el último día del 2023 a 41,7% al cierre de ayer. **En cuanto a la reunión de hoy, la Fed probablemente mantendrá la tasa de interés sin cambios por cuarta reunión consecutiva, en el rango de 5,25% - 5,5%**, manteniéndose en un máximo de 22 años. Más allá de la expectativa del mercado, los funcionarios del organismo han dicho que es demasiado pronto para especular con un cambio de dirección. Generalmente, los recortes de tasas agresivos suelen estar asociados con crisis o burbujas económicas, situaciones que actualmente no se observan. Por lo tanto, no hay motivos para anticipar que este patrón se repita, ya que la actividad económica se mantiene fuerte. En este sentido, hoy será de suma importancia prestar atención a la conferencia de prensa del presidente de la Fed, Jerome Powell, para entender cuál podría ser el actuar del organismo en las próximas reuniones.

Expectativa del mercado vs proyección de la Fed sobre la tasa de política monetaria (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.