

16 de febrero de 2024

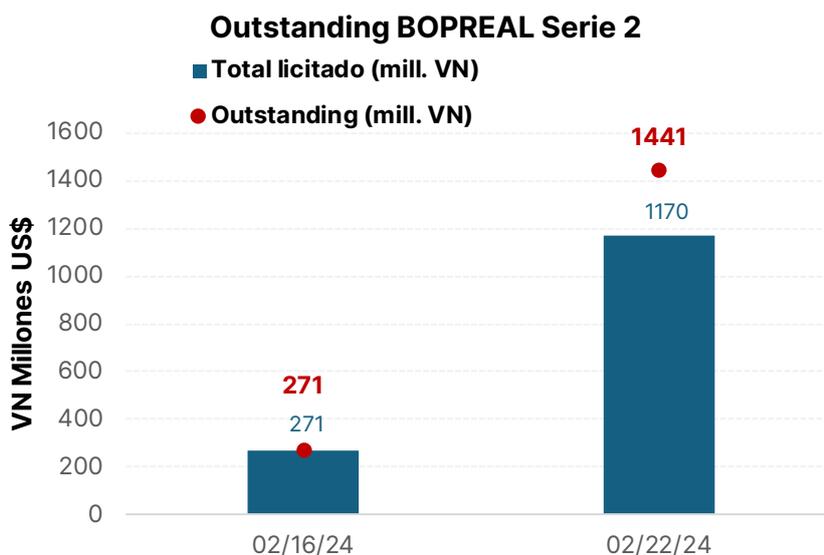
Daily Mercados

ppi

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

BOPREAL Serie 2: el BCRA consiguió otra gran licitación

Ayer el Banco Central **adjudicó US\$1.170 millones VN en la segunda licitación de BOPREAL Serie 2** con liquidación el 22 de febrero. Esta vez, la subasta estaba abierta a todos los importadores, y no solo al segmento MiPyME como la primera. Según el comunicado, en esta oportunidad se recibieron 480 ofertas que se adjudicaron en su totalidad. Así, **teniendo en cuenta el monto máximo a colocar de esta serie que alcanza los VN US\$2.000 millones, solo restaría cubrir aproximadamente VN US\$560 millones de estos títulos.** Hasta ahora, **la entidad lleva licitados VN US\$1.440 millones de BOPREAL Serie 2 representando un poco más del 72% del monto máximo antes mencionado.** En esta línea, por lo menos quedaría una licitación más de esta serie de BOPREAL de la cuál aguardamos que el Banco Central confirme su fecha de subasta. Dados los resultados de estas dos últimas licitaciones, y el amplio interés en el instrumento, pensamos que el Central no tendrá ningún inconveniente para cubrir los nominales que restan para completar el monto máximo pactado. Recordemos que, en la primera subasta de esta serie, la cual solo estaba habilitada para el segmento MiPyME, se recibieron 349 ofertas y fueron adjudicados VN US\$271 millones de los VN US\$500 millones estipulados para esa licitación representando un buen resultado. A su vez, este bono no paga intereses, pero devuelve capital mensualmente hasta su vencimiento (30 junio del 2025) lo que permite acceder a las divisas en un plazo relativamente corto generando un amplio interés entre los importadores.



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

Para la próxima licitación, al igual que en las dos anteriores, en el caso de que se supere el monto máximo de adhesión, el mecanismo de asignación dará prioridad hasta los primeros VN US\$500.000 demandados por empresa y luego se prorrateará el remanente del monto demandado. Por otro lado, según el comunicado, si la cantidad de ofertas es significativamente abundante y no permite adjudicar como mínimo los VN US\$500.000 por empresa, se disminuirá este importe hasta el valor que permita abastecer la mayor cantidad demandada posible (sin superar el límite previsto).

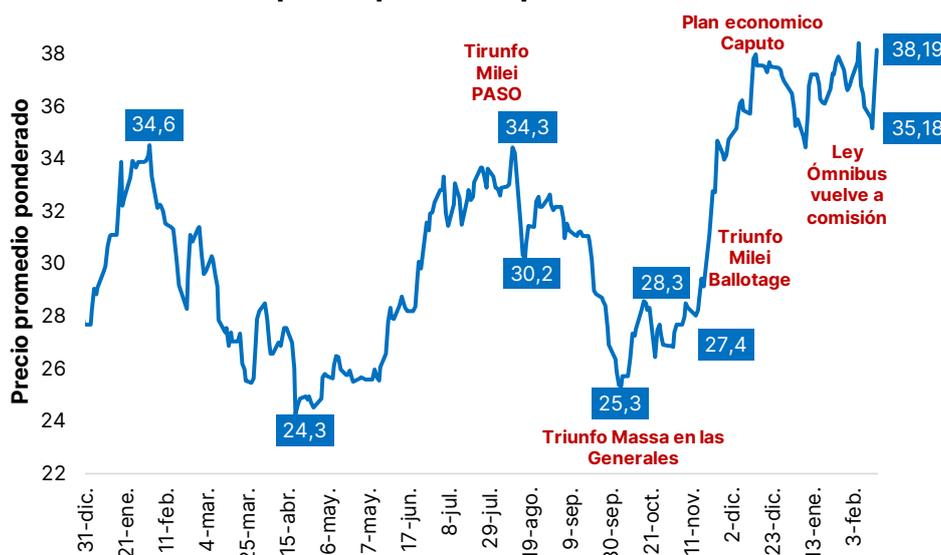
Por último, pero no menos importante, el BOPREAL Serie 1 (BP27C) terminó la última rueda en los US\$64,4, exhibiendo un recorte de 5,5% en lo que va de febrero. A pesar de que creemos que el bono debería estar operándose en un precio más elevado en un futuro, la posición técnica podría estar complicando las cosas para el *pricing* de los bonos por parte de los importadores en el corto plazo. Recordemos que la primera serie de BOPREAL estaría ejecutando sus *strips* simultáneos el

próximo 1 de marzo, donde esperamos una mejora en el precio de forma más detallada y discriminada en el primer *strip* (1-A), que representa el 20% del outstanding original y deberá aplicarse para el pago de impuestos a partir de abril de 2025.

Se extiende la firmeza de los Globales

La deuda soberana en dólares amplió la solidez con la que arrancaron la semana en la plaza local tras los feriados de Carnaval. **Una vez más los Globales se mantuvieron al alza a lo largo de la última rueda ensanchando notablemente sus cotizaciones hasta 4,4%**. De esta manera, el precio promedio por *outstanding* se disparó hacia los US\$38,19 el jueves. En retrospectiva, el lunes y martes (feriados locales por lo que solo se operaron en el exterior) la deuda soberana *hard dollar* acompañada por un contexto internacional desfavorable para la deuda emergente, comprimió 1,25% el primer día y 1,09% el segundo. En ese momento, el precio promedio por monto emitido en circulación se posaba en los US\$35,18, retrocediendo a valores que podíamos ver a principios de enero. **La racha cambió completamente el miércoles y jueves donde los Globales tuvieron un increíble rally**. El miércoles dicho precio promedio ponderado se disparó 4,41% y al día siguiente con el mismo impulso voló 3,96%. Así, **la paridad se ubica en US\$38,19 obteniendo el valor más alto de febrero recuperando todo el terreno perdido de las últimas sesiones**.

Evolución precio promedio ponderado Globales



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

Cabe mencionar que el contexto internacional mejoró con el correr de los días, aunque, no explica del todo el impresionante rebote que tuvo la deuda en dólares argentina. Si bien es esperable que las reacciones en activos de *high beta* como los títulos argentinos sean más pronunciadas, pensamos que no es el único factor que impulsa las cotizaciones de los bonos criollos. En este sentido, el EMB ETF y el BBG Emerging Market Index apenas estuvieron ligeramente positivos el lunes, el martes exhibieron recortes (-1,2% el primero y -0,5% el segundo) mientras que el miércoles ambas referencias tuvieron avances de entre 0,2% y 0,8%, reflejando un buen clima en el segmento de créditos emergentes/distressed. Como podemos observar, si bien el contexto fue optimista, la performance de los Globales sobresalió por sobre el resto. Como mencionamos ayer, ciertos puntos del plano local pensamos que favorecieron la notable escalada de la deuda en dólares. Más allá del tropezón legislativo que significó el revés de la Ley Ómnibus, creemos que el segmento de deuda en dólares incorporó las señales positivas de los últimos días. En este sentido, la inflación relativamente baja de enero, la buena perspectiva fiscal de enero, la

acumulación de dólares del Banco Central y las lluvias del fin de semana en la zona núcleo, que llegaron en un momento crítico para el maíz y la soja, son factores que podrían tener influencias positivas en las cotizaciones de los activos argentinos.

El CCL toca mínimos en cuatro años

En otra rueda positiva para los activos locales, el CCL Senebi extendió su tendencia a la baja por cuarta jornada consecutiva, revirtiendo la leve suba inicial de las primeras horas del día. Así, **cedió 2,6% ayer hasta \$1.145, acumulando una caída de 9,8% desde \$1.270 el miércoles pasado**, cuando se conoció el revés de la Ley Ómnibus. De esta forma, el principal dólar financiero ya se ubica \$16 o 1,4% por debajo del mínimo de abril 2022 de \$1.161 de hoy, alcanzado tras llegar a un acuerdo con el FMI. Precisamente, **es el nivel más bajo en términos reales desde abril 2020**, superando a ese mínimo de \$1.135 por apenas \$10 o 0,9%. En consecuencia, el CCL **se encuentra mucho más cerca de su nivel promedio de los últimos 10 años que de su récord histórico** de \$1.992 alcanzado en la antesala a las elecciones generales de 2023. En este sentido, para volver a la media de la última década de \$994, el dólar financiero debería caer 15,2% adicional en términos reales, mientras que para retornar al nivel crítico debería saltar 74% real, lo que luce poco probable en este contexto.

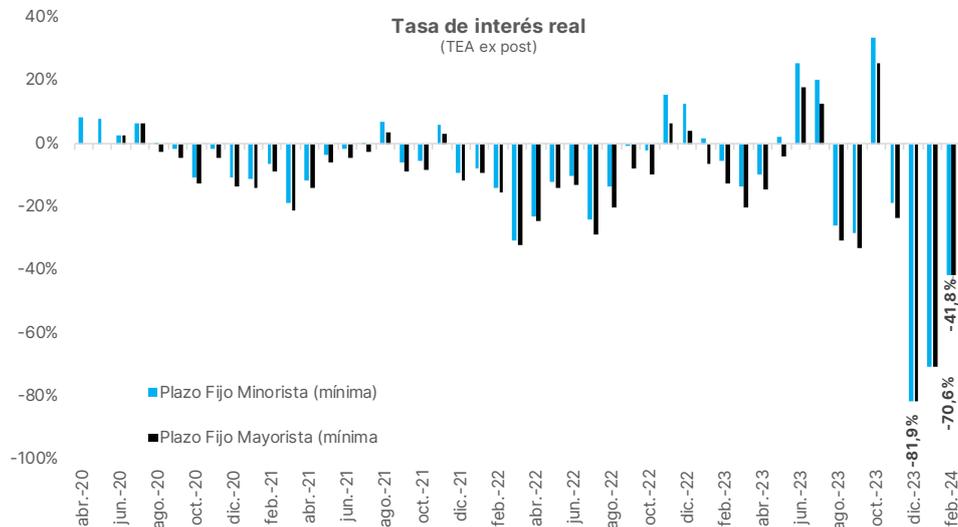
CCL en mínimos desde abril 2020



Mirando en retrospectiva, el dólar financiero **se desplomó 24,1% real desde el pico de la gestión Milei de \$1.511 alcanzado el 18/01**. Destacamos que esto ocurrió a pesar de que las tasas en pesos siguen siendo muy negativas en términos reales, aún con la reciente desaceleración inflacionaria. A modo de ejemplo, la tasa real mínima de un plazo fijo habría mejorado desde un mínimo histórico de -81,9% anual o -13,1% mensual en diciembre a -41,8% anual o -4,3% en febrero con una inflación esperada de 14%, por lo que se convierte en la tercera tasa más negativa desde que se tiene registro. No obstante, **la expectativa de una normalización de la economía en el corto plazo, impulsada por trascendidos de un superávit primario récord en enero, una desaceleración inflacionaria más marcada de lo esperado inicialmente y mejores condiciones climatológicas que permiten mantener las proyecciones de la cosecha gruesa, podría haberle puesto un techo a la cotización del CCL**. Dicho de otra manera, dado que el CCL lucía "caro" ante la perspectiva de ordenamiento económico, algunos inversores podrían haber visto puntos de

entrada atractivos para hacer *carry trade*, demandando más pesos en un mes que atípicamente la demanda de dinero sufre su mayor caída mensual en el año.

Tasas reales muy negativas a pesar de la desaceleración inflacionaria



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

En este contexto, **la brecha cambiaria recortó de 53% el miércoles pasado a 37,2% ayer, el menor nivel desde el 04/01**, aunque todavía permanece lejos del mínimo de la administración Milei de 15,2%. En tanto, **la brecha entre el CCL y el tipo de cambio efectivo de los exportadores se hundió de 38,3% a 27,7% en el mismo período**, lo que es un nivel relativamente bajo en términos históricos considerando que llegó a dispararse a 75,6% con Massa a la cabeza del ministerio de Economía. En definitiva, **la liquidación de los exportadores continúa fluyendo ante un *spread* cambiario tan bajo, lo que también ayuda a contener el CCL dado el *blend* 80/20%**. Vale recordar que esta mezcla obliga a canalizar el 20% de la liquidación en el mercado financiero.

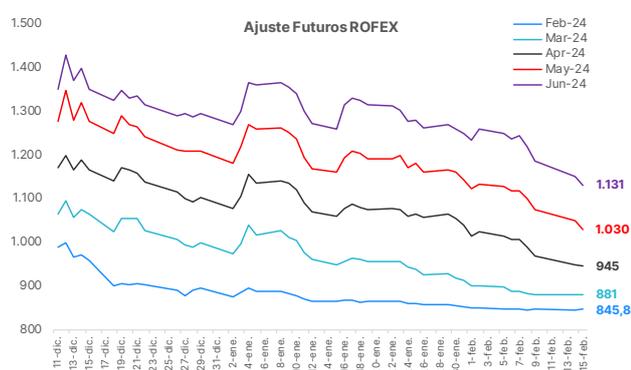
Brecha cambiaria cede, pero todavía permanece lejos del mínimo de Milei



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

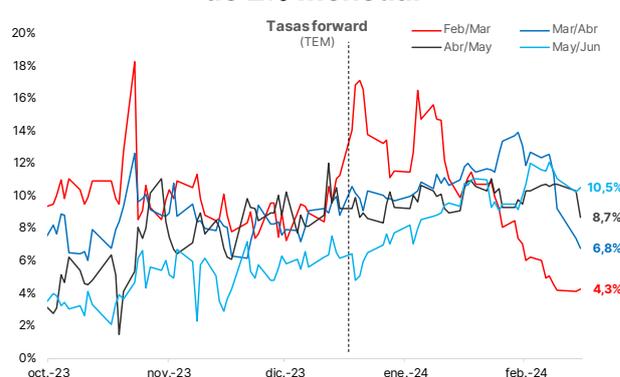
En línea con el recorte de la brecha, **los futuros de dólar exhibieron bajas de entre 0,4% y 2,9% ayer**, con excepción del contrato de febrero y marzo, que treparon apenas 0,1% y 0,2%, respectivamente. Al igual que sucedió en la rueda anterior, el volumen operado fue atípicamente bajo, alcanzándose un mínimo en trece jornadas y concentrándose casi en su totalidad en la posición de febrero. De esta manera, **las caídas acumuladas desde el miércoles pasado oscilan entre 0,8% y 9,5%**, destacándose la baja del contrato de julio. En consecuencia, **las tasas forwards mensuales continúan en descenso, denotando que se le asigna una mayor probabilidad a que el BCRA pueda mantener el *crawling peg* de 2%**. En detalle, la tasa *forward* febrero/marzo se deslizó de 5,1% mensual el miércoles pasado a 4,3%, la de marzo/abril se hundió de 12,6% a 6,8%, la de abril/mayo de 10,6% a 8,7% y la de mayo/junio de 12,1% a 10,5%.

Fuerte baja en los futuros de dólar



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

El mercado converge hacia el *crawling peg* de 2% mensual

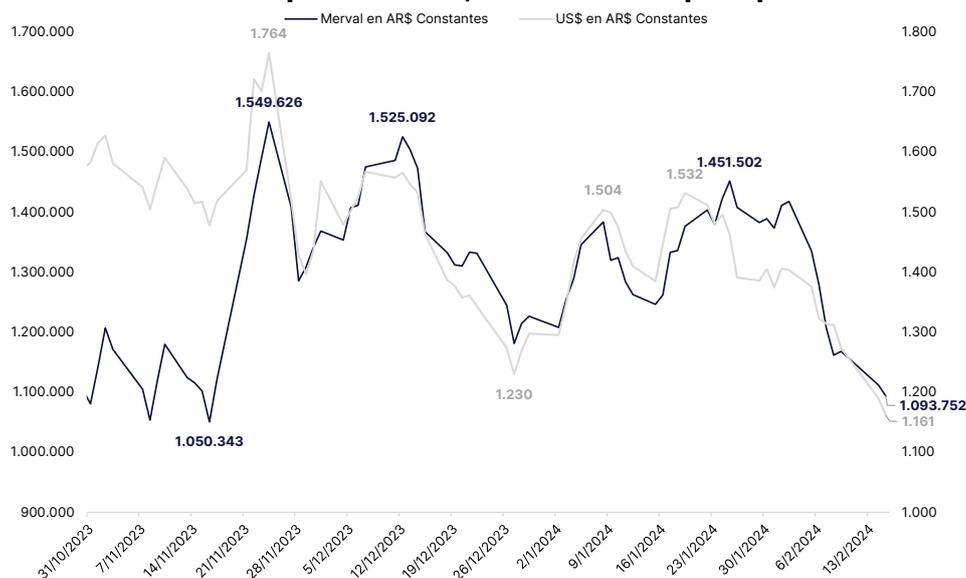


Con el CCL desplomándose, el Merval recupera posiciones

Ayer el Merval cerró su tercera rueda en positivo luego del revés político de la Ley Ómnibus que lo retrotrajo a valores de principios de enero. Medido en dólares alcanzó los US\$942. Con el dólar medido por ADRs retrocediendo 1,9%, las acciones del panel local operaron mixtas. Las mayores subas las tuvieron TRAN (+3,5%), CRES (+2,4%) y MIRG (+2,1%), mientras que las mayores bajas estuvieron en VALO (-3,8%), ALUA (-3,8%) y PAMP (-2,9%). Por su parte, **la mayoría de los ADRs cerraron el día en verde**, con fuertes subas en IRS (+3,5%), VIST (+3,5%) y CRESY (+3,1%), mientras que solamente CEPU (-2,3%), PAM (-1,3%), BIOX (-0,7%) e YPF (-0,1%) terminaron el día en negativo.

En síntesis, el comportamiento de ayer fue similar al del miércoles. El índice culminó al alza gracias al contado con liquidación que sigue bajando. Medido en pesos, el Merval se contrajo en un 1,1%, mientras que la baja del CCL fue aún mayor, del orden del -1,9%. **De esta manera, medido al CCL el índice de acciones criollas aumentó un 0,8%, tal como lo muestran los ADRs, con la mayor parte de ellos operando en positivo.** Los movimientos de estos días refuerzan la hipótesis de que el Merval es un instrumento de cobertura imperfecta del tipo de cambio, puesto que, desde la óptica de los pesos, tanto la cotización implícita de la divisa norteamericana como las acciones criollas operaron en el mismo sentido.

Con el CCL desplomándose, el Merval recupera posiciones



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

Habiendo quedado atrás la discusión por la Ley Ómnibus, el gobierno continúa enfocado en alcanzar el equilibrio financiero en las cuentas del Estado Nacional. En este sentido, se comunicó un incremento de las tarifas de transporte para los próximos meses y ayer por la tarde, **el gobierno publicó un aumento en las tarifas de las distribuidoras eléctricas EDENOR Y EDESUR**. Los aumentos serán de un 150% para los usuarios N1 (ingresos altos), un 70% para los usuarios N2 (ingresos bajos) y un 65% para los usuarios N3 (ingresos medios). Esta tarifa tendrá vigencia de un año y se aplicará un mecanismo de ajuste mensual a partir de abril para evitar que el aumento se vea erosionado por la inflación. De esta manera, el Gobierno compró tiempo mientras se lleva a cabo la revisión tarifaria quinquenal, que cubrirá el período 2024-2028 y deberá ser suficiente para garantizar las inversiones necesarias para sostener y mejorar el sistema de red. **Desde el lado del equity, lo más interesante proviene del aumento del VAD de aproximadamente 225%, pues ayudaría, en teoría, a reordenar las cuentas de las distribuidoras como EDN, que poseen una considerable deuda con CAMMESA.**

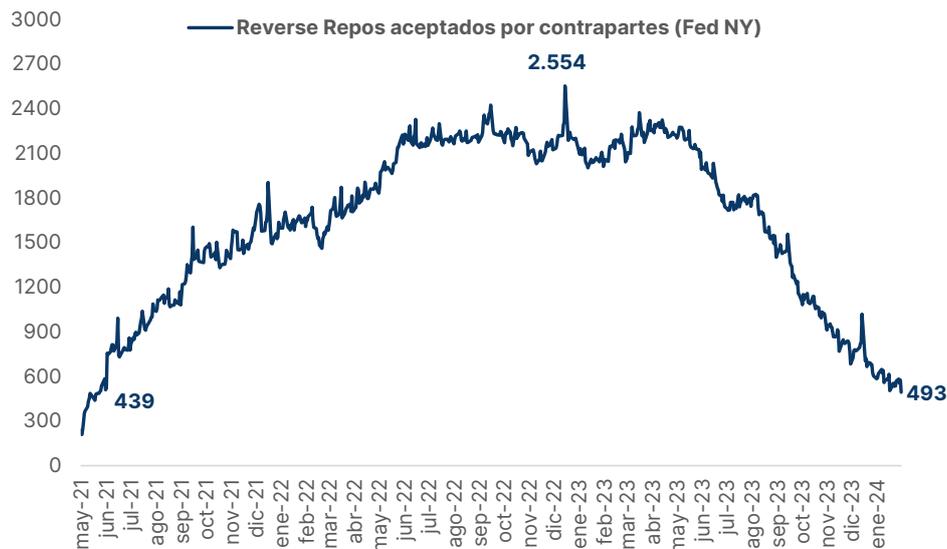
Los Reverse Repos de la Reserva Federal cayeron por debajo de US\$500 mil millones

La cantidad de dinero que los inversores están depositando en reverse repos (RRPs) de la Reserva Federal cayó por debajo de US\$500 mil millones por primera vez desde 2021. La Fed utiliza los RRP para extraer liquidez del sistema bancario. **La disminución de las operaciones de recompra inversa a mínimos implica una reducción en la liquidez excedente en el mercado**, lo que podría llevar a la Reserva Federal a cambiar el rumbo de la política monetaria. **Un total de 82 jugadores del mercado (bancos, bancos hipotecarios y fondos mutuos) depositaron el jueves un total de US\$493 mil millones en RRP**, cifra que está considerablemente por debajo del máximo observado el 30 de diciembre 2022 (US\$2.554 millones).

La presidente de la Fed de Dallas, Lorie Logan, destacó la importancia de los niveles de los RRP y señaló que el organismo debería ralentizar la reducción de su balance (quantitative tightening) a medida que los saldos de recompra inversa disminuyen. Más allá de esto, **el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, mencionó en su última conferencia de prensa que el primer recorte de tasa podría ser en mayo o junio** y que dicha decisión dependerá de los datos que se conocerán en este tiempo. Por el momento, el mercado espera que esto suceda en la reunión de junio.

La demanda general de RRP's viene cayendo desde junio, cuando el Tesoro de Estados Unidos aumentó la emisión de nuevos bonos luego de que el Congreso elevará el techo de la deuda para evitar impagos. Esto abrió nuevas puertas para los inversores de corto plazo, lo que aceleró la demanda a medida que los traders comenzaron a apostar a que la Fed recorte la tasa de referencia este año. De esta forma, los fondos money market empezaron a asignar mayor parte de sus tenencias a bonos, aprovechando los altos rendimientos.

Evolución de los Reverse Repos aceptados por contrapartes (Fed NY) (En miles de millones)



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

En este contexto, **los futuros de los principales inician el día en direcciones opuestas**. Por un lado, el Nasdaq y el S&P 500 suman 0,51% y 0,16%, mientras que en la vereda de enfrente el Dow Jones retrocede 0,1%. ¿Qué sucede en el mercado de renta fija? **Los rendimientos de los Treasuries ascienden a lo largo de la curva**. La tasa de referencia a 10 años crece en 3 pbs hacia 4,26%, a la vez que el tramo corto (tasa a 2 años) hace lo propio en 4 pbs hasta 4,61%. Como resultado, el spread entre la tasa de 10 y 2 años si sitúa en torno a los -34,8 pbs. En lo que a commodities respecta, **los precios del petróleo arrancan el viernes pintados de rojo, al mismo tiempo que el oro observa un leve ascenso**. El WTI cotiza cerca de US\$ 77,54 (-0,63%) por barril, mientras que el Brent se ubica en US\$82,22 (-0,77%). En tanto, la onza de oro al contado, representada por el índice XAU, da un pequeño paso al frente subiendo 0,15% hasta US\$2.007. Finalmente, **el dólar mantiene la paridad del cierre de ayer con el resto de las divisas del mundo**, con el DXY permaneciendo en 104,3 puntos.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

☎ 0800 345 7599

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.