

23 de febrero de 2024

Daily Mercados

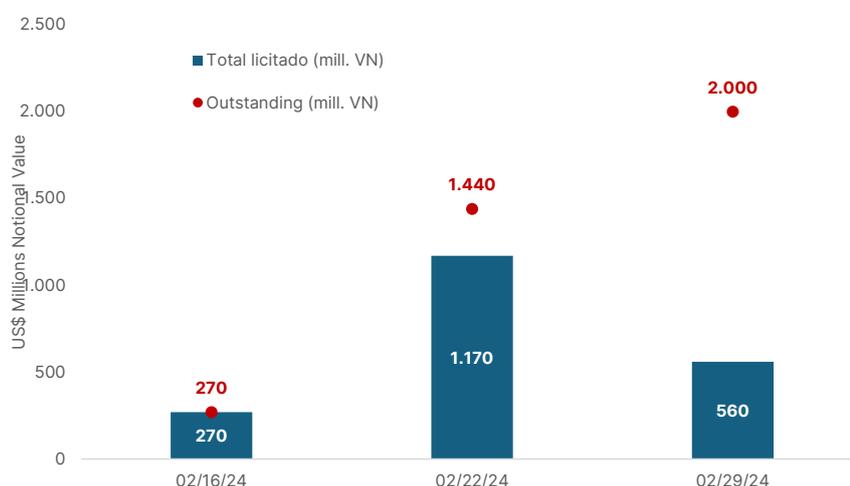
ppi

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

Se completó el BOPREAL Serie 2 y el BCRA anuncia Serie 3

Tal como se esperaba, tras la exitosa licitación de la semana pasada, con la licitación de ayer se terminó de completar el BOPREAL Serie 2. Se adjudicaron VN US\$560 millones, que se agregaron a las licitaciones del 8/2 y del 15/2 por VN US\$270 millones y US\$1.140 millones para terminar de completar el monto máximo de la Serie 2 de VN US\$2.000 millones. **El atractivo de los importadores por este título quedó reflejado en la recepción de ofertas por VN US\$1.126 millones**, forzando a la autoridad monetaria a prorratear por el monto demandado luego de priorizar los primeros VN USD 500.000 solicitados por empresa. Así, luego de completar las Series 1 por VN US\$5.000 millones y la 2 por VN US\$2.000 millones, **el Banco Central anunció el llamado a licitación de la Serie 3 para la semana que viene**, que tendrá un monto máximo de VN US\$3.000 millones. Vale recordar que esta serie amortizará en tres cuotas trimestrales en noviembre 2025, febrero 2026 y mayo 2026, y que devengará un interés de 3% anual pagadero trimestralmente, siendo el primero en agosto de este año. Adicionalmente, será transferible y tendrá cotización, pero no podrá utilizarse para pago de impuestos ni tendrá rescate anticipado a favor del tenedor.

En tres licitaciones se completó la Serie 2



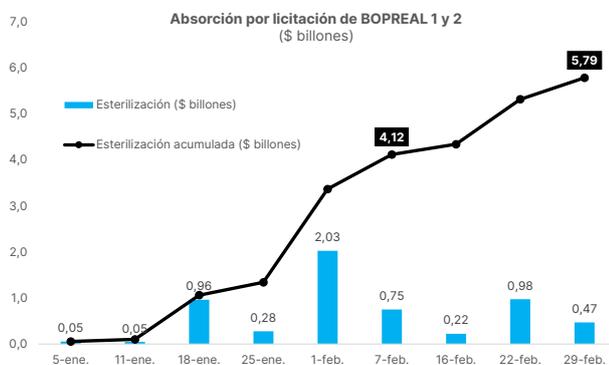
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Colocada la totalidad de la Serie 2, el bono para importadores más corto va ganando profundidad y visibilidad en el mercado secundario. Su precio contra dólares en la exterior ronda US\$86,5, lo cual implica una TEA de 17,9% (trepó 3% ayer). Así, se convalida que este bono del BCRA, que no paga cupón, pero devuelve el capital de forma mensual desde julio hasta junio del próximo año, **posee un status superior a la deuda del Tesoro**. Por el momento, su rendimiento se encuentra por debajo de las tasas que ofrecen los créditos provinciales comparables para esa duration.

Por el lado del efecto monetario, el BOPREAL Serie 2 terminará generando una contracción de los agregados monetarios de \$1,67 billones (3,6% del M3 Privado del 15/2, previo a la liquidación de la primera licitación), que se suman a los \$4,12 billones de la Serie 1, para totalizar \$5,79 billones. Este monto representa el **9,6% del M3 Privado del 4/1, antes de la liquidación de la primera licitación de la Serie 1**. Es importante resaltar que al provenir los pesos de los depósitos del Sector Privado No Financiero (lado derecho de la hoja de balance de los bancos) se provoca una contracción monetaria, a diferencia de las licitaciones del Tesoro, en las cuales los pesos están proviniendo casi exclusivamente de la liquidez bancaria (la deuda licitada con PUTs llegó a 94,6% en la última licitación y a 87,6% en las licitaciones de la era Milei), el lado izquierdo de la hoja de balance de las entidades. Esta fuerte contracción monetaria se complementa con un crecimiento endógeno de los depósitos por una tasa de interés que viajó muy por debajo de la inflación en

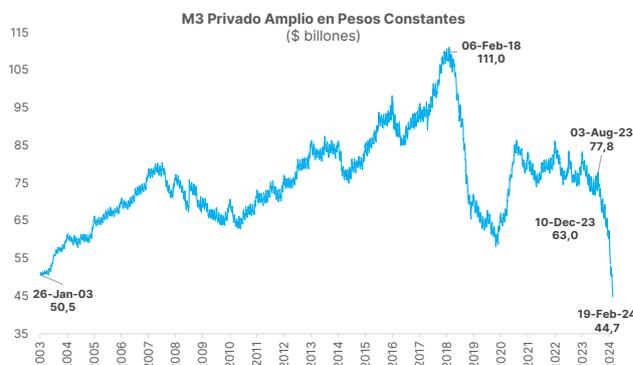
diciembre y en febrero, resultando en un **desplome del M3 Privado en pesos de hoy de 29% desde la asunción de Milei** y de 42,5% desde comienzos de agosto, **quebrando los mínimos de 2003**. Cabe destacar que estos guarismos no incluyen la contracción que provocaron las últimas dos liquidaciones de BOPREAL 2 por \$1,44 billones, por lo que la desmonetización es aún mayor.

El BOPREAL como factor de esterilización



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

Desplome de la cantidad de dinero

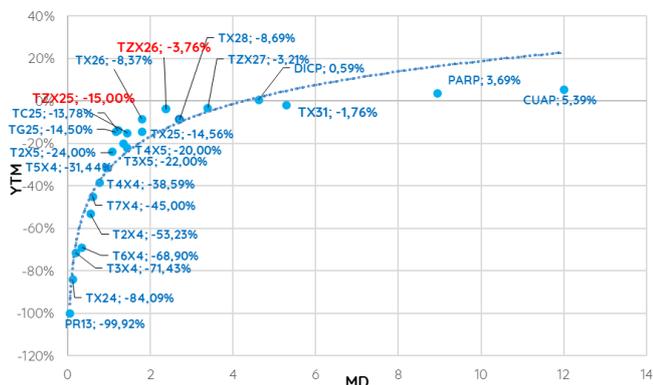


Salieron las condiciones de la licitación: objetivo "rollear el TDF24"

Finanzas publicó ayer por la noche las condiciones de la licitación del lunes (26 de febrero), en donde **se espera capturar los fondos necesarios para hacer frente a los pagos de deuda en pesos de la segunda quincena de febrero (\$4,16 billones)**. Dentro de los vencimientos, destacamos el TDF24 que explica el 99% de ese monto. No obstante, vale la pena aclarar que, tal como ocurrió en las últimas dos licitaciones, **el Gobierno publicó un canje para las tenencias públicas del TDF24 (swappeandolas por TX25)**. Así, los vencimientos finales serán sustancialmente menores (estimábamos que la tenencia pública representaba el 37% del *outstanding*). De todas formas, no esperamos grandes dificultades para cubrir la totalidad de los pagos gracias a la liquidez bancaria alentada por los *puts* y el *bid* del BCRA.

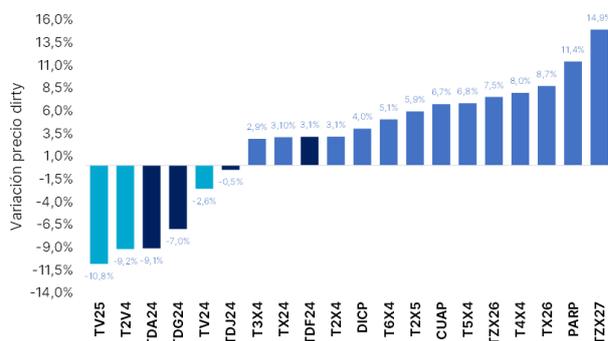
En esta oportunidad, el Tesoro reabre la **LECER a mayo (X20Y4)** que quedó desierta en la última licitación (ayer *tradeaba* cerca de CER -69,9%) y el **TZX26**, que había cortado en CER-3,4% y ayer cerró en el secundario en CER-4,1%. Además, se emite **un nuevo bono CER, sin cupón, al 30 de junio 2025 (TZX25)**. Para esta emisión, creemos que el bono por curva podría emitirse alrededor de CER-15%, impulsado por el fuerte *rally* que protagonizó el tramo largo de la curva CER en las últimas dos semanas. Los bonos con *durations* superiores a los dos años exhibieron subas de entre 4% y 15% en pesos. Cabe destacar que el CCL cedió 11,4% en el mismo período. Sin embargo, un interrogante asoma en el horizonte. ¿Es sostenible observar la diferencia actual entre las tasas reales y los rendimientos de los bonos en dólares? A simple vista, la mera existencia del CEPO, la apreciación esperada del TCR y el diferencial de crédito por moneda están detrás de este fenómeno.

Curva Soberana CER



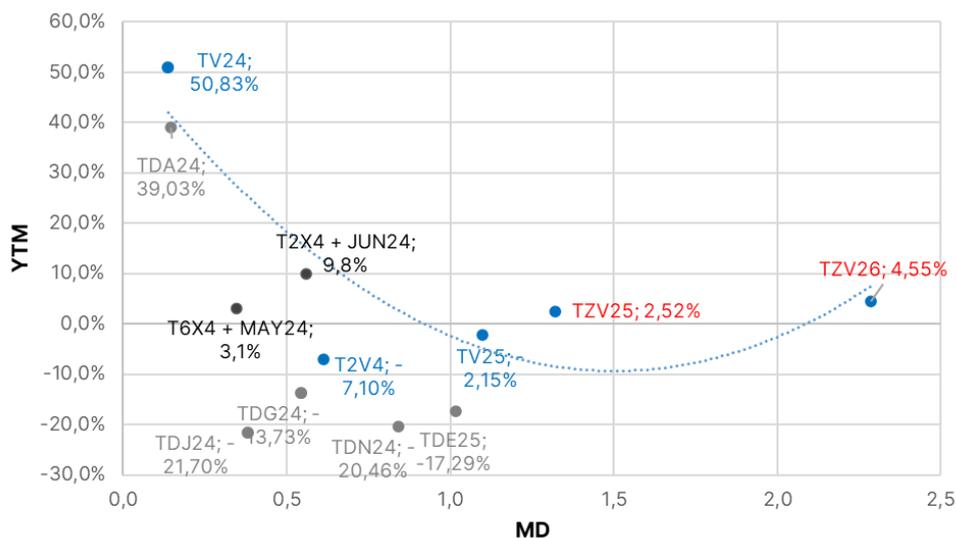
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Retorno Total Pesos (desde 9 de febrero)



Fuera de estos instrumentos, el Tesoro también colocará **dos nuevos bonos Dollar Linked con vencimientos el 30 de junio de 2025 (TZX25) y 30 de junio 2026 (TZX26)**. Nos resulta llamativa la decisión de emitir Dollar Linked. La reducción de la brecha cambiaria quitó el interés por las coberturas ante eventuales saltos en el tipo de cambio oficial. La baja de los contratos de ROFEX, la debilidad en bonos y sintéticos Dollar Linked y las tasas -más elevadas de lo previsto- convalidadas por las últimas emisiones corporativas reflejaron la pérdida de apetito por estas estrategias. Siguiendo las colocaciones corporativas recientes, y nuestra expectativa, esperamos tasas positivas para ambas emisiones.

Curva Soberana de estrategias Dollar Linked (Puras, Duales y Sintéticos)

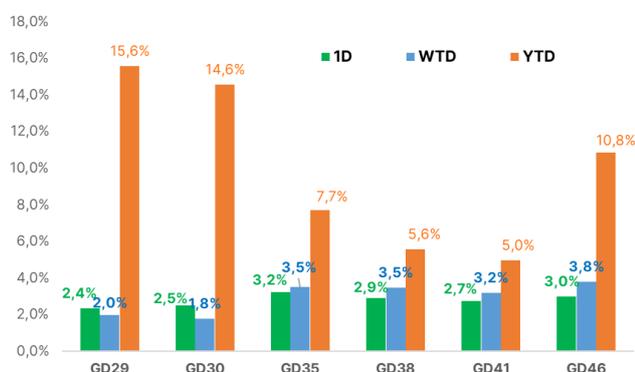


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¡Volvió el optimismo! La pausa de los bonos en dólares duró poco

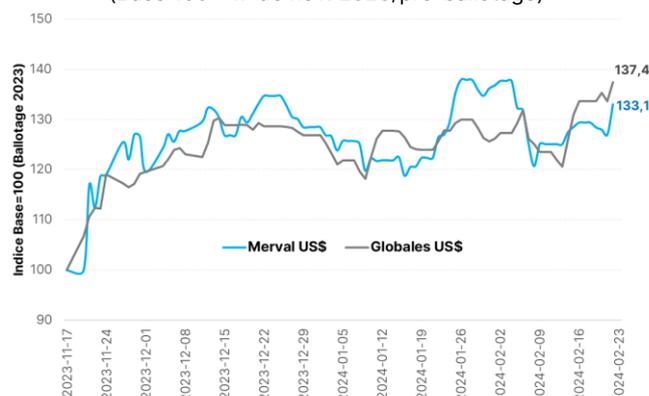
La deuda soberana en dólares amagó con tomarse un respiro, pero las novedades de la semana le otorgaron un nuevo impulso al rally soberano. El superávit financiero, los tímidos recortes de las estimaciones de la cosecha gruesa -menores a los esperados por las lluvias de carnaval- y el tono constructivo de la reunión de Caputo con Gopinath del FMI jugaron a favor de la renta fija. De esta manera, **el precio promedio ponderado rompió ayer el umbral de los US\$40**, lo cual no sucedía desde octubre de 2020. Tomando como punto de partida la fecha pre-ballotage 2023, los Globales argentinos exhibieron subas incluso por encima del Merval en dólares (CCL).

Retorno Total Globales



Evolución del Merval en US\$ (CCL) y Globales

(Base 100= 17 de nov. 2023/pre-ballotage)



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

A diferencia de las últimas semanas, el mercado prefirió duration por sobre el flujo de corto plazo. Tal como habíamos observado los días previos, los avances basados en el buen resultado fiscal y un potencial nuevo acuerdo con el FMI presentaron un efecto mayor sobre los instrumentos de mayor duration que sobre el tramo corto de la curva. Así, los GD35/38/41/46 treparon entre 3,2/3,8% en lo que va de la semana, mientras que los GD29/30 lo hicieron por 1,8/2%. La explicación es sencilla. **En caso de una normalización de la curva,** más allá de los pagos de capital de corto plazo -durante los 4 años de la gestión Milei-, **la compresión de EMBI+Arg. jugaría muy a favor de los instrumentos de largo plazo (tomando el GD35 como bandera) dada su mayor sensibilidad.**

Con el fin de medir el upside potencial en caso de que se concrete, actualizamos el ejercicio expuesto en nuestro informe anual. Básicamente: 1) Estimamos por curva cuanto deberían rendir los Globales para diferentes calificaciones B- y B- B B+; 2) Calculamos el retorno total a diciembre 2024 (12 meses vista) teniendo en cuenta los precios estimados, amortizaciones y pagos de cupón. Bajo estos supuestos, el GD35 obtendría el mayor upside de cara al 2024, donde el efecto duration prima por sobre el cobro de cupones y amortizaciones (por ejemplo, el GD30 tiene mayores pagos intermedios, pero un menor retorno total). **¿Cuál es el riesgo? Si Argentina no logra asentar las reformas y orden fiscal para el futuro, y volvemos a una crisis después de esta administración, posicionarse en el tramo corto (GD29/GD30/AL29/AL35) habrá sido una mejor estrategia.**

Upside Potencial 12 meses: aproximación por curva a calificación 'B-' o 'single B ponderada'

Ticker	Current Price	MD	Current YTM	YTM (B-)	Est. Price (B-)	Mid-Payments	Tot. Return	YTM (B- B B+)	Price (B- B B+)	Mid-Payments	Up/Down (B- B B+)
ARGENT29	45,96	2,17	31,1%	9,5%	84,54	0,50	85%	8,8%	85,47	0,50	87%
ARGENT30	45,89	2,31	28,5%	9,5%	78,12	4,38	80%	8,8%	79,24	4,38	82%
ARGENT35	36,17	5,63	20,1%	10,4%	71,76	1,81	103%	9,1%	77,06	1,81	118%
ARGENT38	41,16	4,74	20,4%	10,2%	77,02	2,13	92%	9,1%	81,53	2,13	103%
ARGENT41	35,39	5,67	18,9%	10,4%	66,27	1,75	92%	9,1%	71,58	1,75	107%
ARGENT46	37,94	4,48	20,2%	10,2%	71,14	1,81	92%	9,0%	75,74	1,81	104%

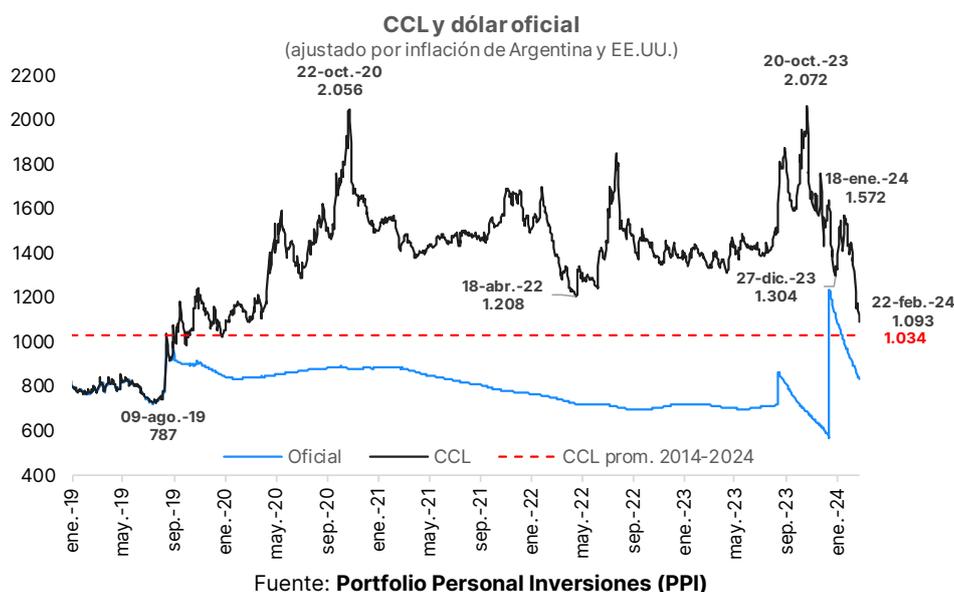
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La mayor oferta de los exportadores calma el CCL y extiende la racha positiva del BCRA

En otra rueda positiva para los activos argentinos, el **CCL Senebi** extendió su tendencia a la baja al ceder **2,4%** ayer hasta **\$1.093**. De esta forma, se hundió 15,7% desde su reciente pico

alcanzado a principios de febrero, llevándolo a ubicarse en **su nivel más bajo desde fines de diciembre 2019**. Así las cosas, el CCL se encuentra apenas 5,7% por encima de su promedio de los últimos 10 años (\$1.034 en términos reales). Por esto mismo, **nos mantenemos cautos con el carry trade**, ya que las subas y bajas del CCL suelen ser abruptas. Mirando en retrospectiva, el dólar financiero se disparó 40,5% nominal entre el 27/12 y el 22/01 para luego desplomarse 16,4% desde entonces. **Si bien podría darse una fuerte apreciación hasta el promedio de 2016-2017 de casi \$600**, que fueron los años más estables de la gestión Macri, **consideramos que todavía faltan definiciones acerca del plan económico** (presentación de un plan de estabilización) y **delivery de resultados para retornar a este nivel**.

Se extiende la caída del CCL y lo lleva a mínimos desde diciembre 2019



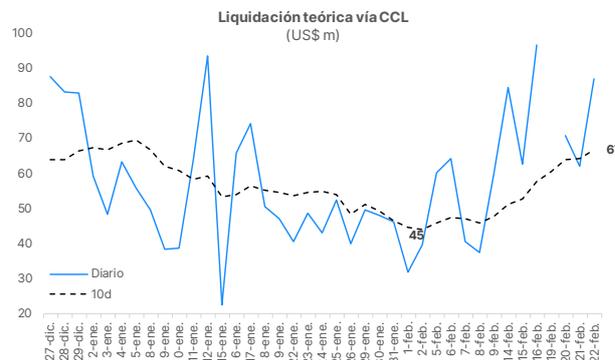
Gracias a esta abrupta baja, **la brecha cambiaria cedió hasta 30,4%, la menor desde el 02/02**, aunque todavía duplica al mínimo de la gestión Milei de 15,2% alcanzado el 27/12. A contramano del este recorte, **los futuros de dólar cerraron su segunda rueda al alza, exhibiendo subas de entre 0,3% y 2,3%**, aunque nuevamente con un volumen operado relativamente bajo y concentrado en las posiciones más próximas a expirar. En tanto, **la brecha entre el CCL y el tipo de cambio efectivo de las exportaciones recortó a 22,9%**, también alcanzado su nivel más bajo desde principios de enero. Si bien este *spread* llegó a tocar un mínimo de 11,8% en este gobierno, se encuentra en niveles relativamente bajos al considerarse que se disparó hasta 75,7% con Massa. En definitiva, **mientras la brecha permanezca en niveles relativamente bajos, la liquidación de los exportadores continuará fluyendo, lo que permite que el BCRA tenga una acumulación récord de reservas ante una demanda privada que continúa muy restringida y le pone un techo a la cotización del CCL dado el blend 80% MULC/20% CCL**. Al respecto, la oferta de los exportadores se aceleró desde un mínimo reciente de US\$177 millones a principios de febrero (media móvil de 10 días) a US\$241 millones, lo que llevó a que **la liquidación vía el CCL a incrementarse desde US\$45 millones a U\$67 millones, lo que coincide con el inicio de la tendencia a la baja del dólar financiero**. En adición a esto, **una mayor demanda de pesos derivada de puntos de entrada atractivos para hacer carry**, al dispararse el dólar financiero al récord real de la gestión Milei a fines de enero, **también podría haber contribuido a la calma cambiaria**.

La brecha volvió a 30%



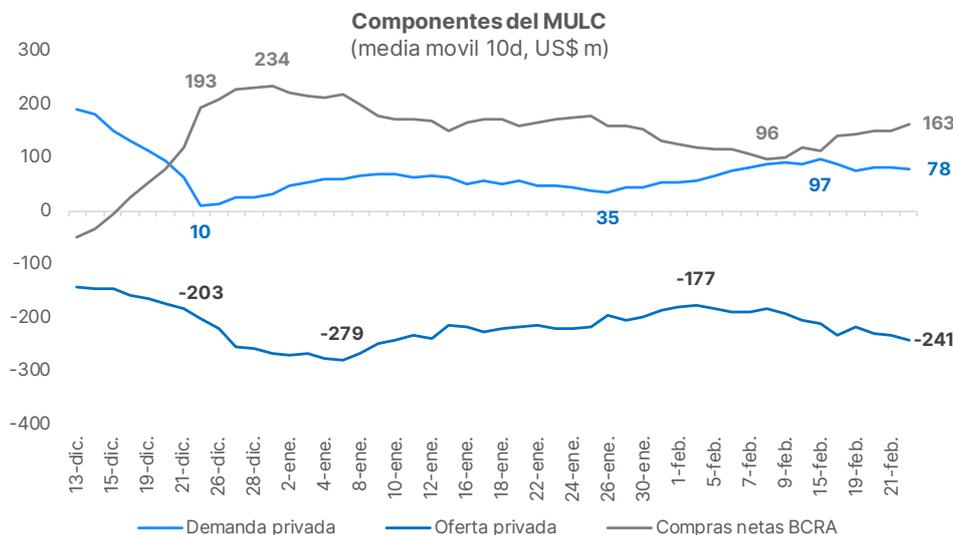
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Mayor liquidación de los exportadores vía el CCL



En cuanto al BCRA, **ayer compró US\$285 millones en el MULC, la mayor compra desde el 12/01**. Esta buena performance se explica en que la autoridad monetaria **adquirió 87% del volumen operado de dólar en contado inmediato en MAE, disminuyendo la demanda privada a US\$78 millones, el monto más bajo desde el 06/02**, con excepción del feriado en EE.UU. este lunes. Tomando mayor perspectiva, las compras netas del Central se aceleraron desde US\$96 millones a US\$163 millones, a la par que la demanda privada se redujo de US\$97 millones a US\$78 millones, indicando que la autoridad monetaria sigue comprando una porción muy relevante de la oferta de los exportadores gracias a que apenas 35% de los importadores está accediendo al MULC actualmente, dado el acceso escalonado de 25% en cuatro cuotas para el 70% de las importaciones.

Se aceleran las compras del BCRA por mayor oferta y menor demanda



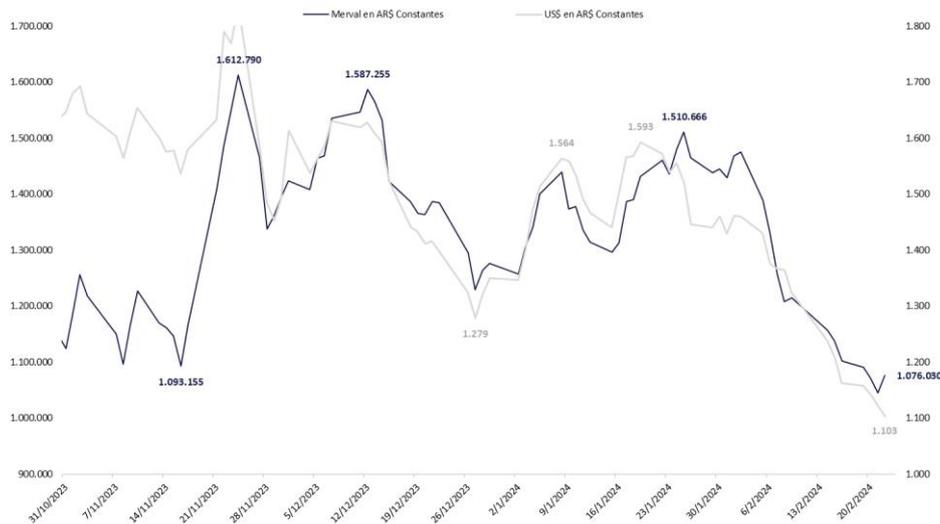
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval cerró la jornada a contramano del CCL

Por primera vez en la semana el S&P Merval en dólares cerró al alza. El índice aumentó un 4,8% en la rueda para aterrizar en US\$975 y quedar a 3,5% de su máximo histórico (US\$1.011, alcanzado el 26 de enero de 2024). En pesos, el Merval subió 3,5% y revirtió parcialmente las bajas sufridas en el mes, aunque aún acumula pérdidas del 14,6% en lo que va de febrero. **En la misma línea, el contado con liquidación tuvo una merma del orden del 15,06% en el mes.**

En pesos, los papeles con mejor performance del día fueron TGSU2 (+7,4%), BMA (+6,6%) e YPFD (+6,4%), en tanto que solamente TRAN (-3,4%), ALUA (-0,4%) y COME (-0,2%) cerraron la jornada en rojo. **En cuanto a los ADRS, se dejaron llevar por la corriente verde que impulsó a Wall Street ayer.** Junto con los aumentos de los principales índices estadounidenses, los papeles argentinos se posicionan al alza a excepción de **CAAP (-2,2%) y BIOX (-1,1%)**. La cima fue liderada por **TGS (+7,6%), YPF (+6,4%) y LOMA (+6,0%)**.

Evolución del Merval vs el CCL



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

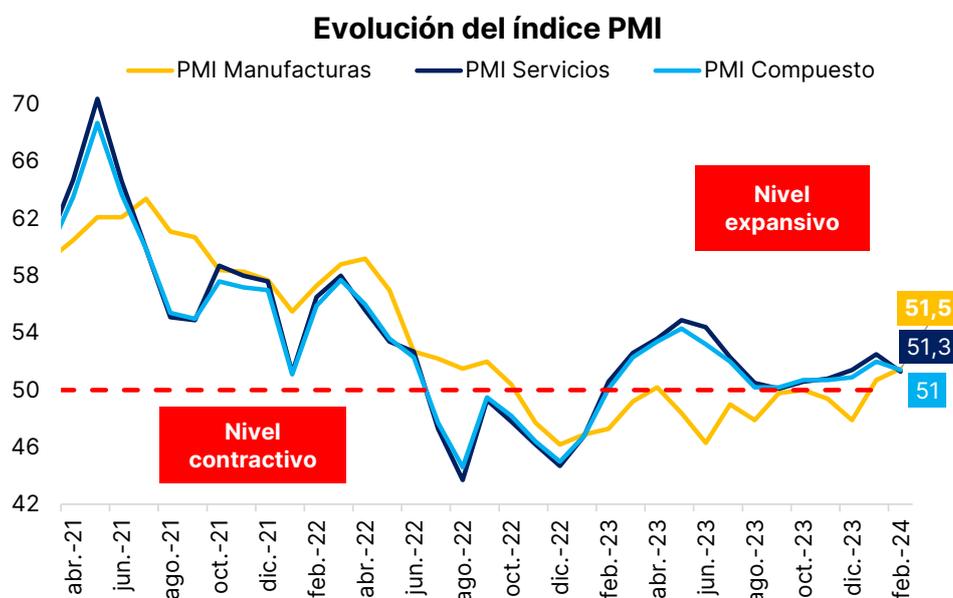
¿Qué cambio vemos con respecto a las últimas ruedas? **En las últimas 6 ruedas el panel líder en pesos venía moviéndose en la misma dirección que el contado con liquidación.** Sin embargo, **ayer el índice en pesos creció 3,5% a contramano del CCL implícito de los ADRs que retrocedió 1,21%.** Cabe preguntarnos si esta bifurcación en el comportamiento entre el índice y el CCL continuará en los próximos días y permitirá al Merval retomar sus valores máximos en dólares. El movimiento de la rueda de ayer, ¿es señal de nuevos *drivers* positivos que reavivaron el interés de los inversores en el *equity* argentino?

En el plano político, el miércoles, el ministro de economía había dicho en una entrevista que la meta es dolarizar y enfatizó que espera levantar el cepo antes de fin de año. **Sin embargo, ayer el presidente mencionó la posibilidad de una etapa de transición en la que se mantenga la libre competencia de monedas junto con un tipo de cambio flexible.** Además, la número dos del FMI, Gita Gopinath, reconoció el importante progreso inicial en restaurar la estabilidad macroeconómica y establecer una sólida ancla fiscal, aunque resaltó los costos de estabilización a corto plazo y sus consecuencias sociales. Los números positivos que tiene para mostrar el gobierno en el primer mes del año, sumado a **las declaraciones del ministro respecto de la inflación y el tipo de cambio, junto con la disposición del FMI a apoyar al país y los rumores de un nuevo acuerdo habrían contribuido a reavivar el apetito de los inversores por el Merval.**

El foco ayer estuvo sobre Nvidia, pero también hubo novedades acerca del nivel de actividad Ayer los movimientos en Wall Street fueron impulsados por los resultados de *Nvidia*. La acción de la compañía avanzó 16,4%. De esta forma, el optimismo empujó a los principales índices bursátiles hacia terreno positivo. En la posición líder, **el Nasdaq creció 2,96% ayer, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones que hicieron lo propio en 2,11% y 1,18%, respectivamente.** Más allá de que el foco haya estado sobre los earnings de unas de las compañías más relevantes del S&P 500, ayer también se dieron a conocer datos sobre el nivel de actividad, que se viene mostrando sólida en

lo que va del 2024. La fortaleza tanto del nivel de actividad, como del mercado laboral les da margen a los miembros de la Reserva Federal, que, con pausas, pero sin prisa bajarán la tasa de referencia en algún momento del 2024.

¿Entonces qué pasó ayer en términos de datos económicos? Por un lado, se publicó el índice PMI elaborado por la consultora S&P global. En esta línea, **el índice general se situó en 51,4 en febrero, indicando una expansión del nivel de actividad en general.** Recordemos, que una lectura por encima de 50 implica una expansión de la actividad y por debajo una contracción. A su vez, el dato estuvo por debajo de lo esperado (51,8) y del resultado anterior (52). **La sorpresa vino por el lado del sector industrial que registró una lectura de 51,5 en febrero,** por encima de las estimaciones de los analistas y de lo observado en enero (ambos en 50,7). **¿Por qué sorpresa? En 2023 de los doce meses del año, en diez se contrajo, mientras en 2024 lleva una racha de dos meses en expansión.** Los detalles de la encuesta muestran que los pedidos de fabricación subieron a su nivel más alto desde mayo del 2022, mientras que la producción se expandió al ritmo más rápido en diez meses. Por otro lado, el sector de servicios continúa con una dinámica similar a la que transitó el año pasado. El PMI específico de este sector posó en 51,3 este mes, por debajo de lo esperado (52,3) y del resultado de enero (52,5).



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

En cuanto al mercado laboral, se sigue mostrando firme en lo que va del año. Como mencionamos anteriormente, el Fed espera ver una desaceleración del sector para llevar la inflación al target del 2% anual y no sufrir efectos de segunda vuelta. Así, **las peticiones iniciales por desempleo se ubicaron en 201 mil en la semana que finalizó el 17 de febrero.** La marca estuvo por debajo de las proyecciones del mercado (216 mil) y del registro de la semana anterior (213 mil). En una tónica similar, **la semana que concluyó el 10 de febrero, los reclamos continuos por subsidios de desempleo fueron 1.862 mil,** sin alcanzar las proyecciones del mercado que esperaban que los reclamos se ubiquen en 1.884 mil.

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.