

11 de junio de 2024

Daily Mercados

ppi

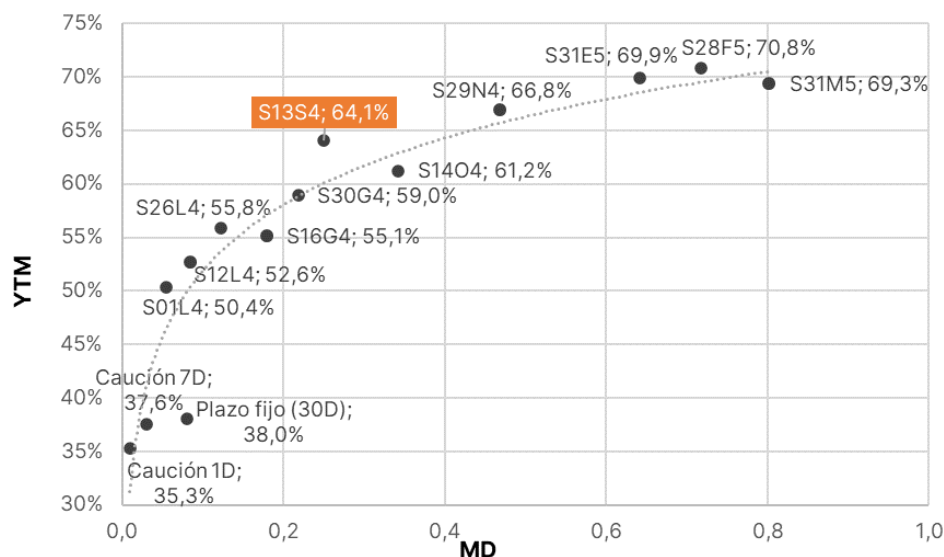
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Licitación del Tesoro: Refinanciando la primera LECAP en vencer

El Tesoro publicó las condiciones de la licitación de esta semana, donde los vencimientos alcanzan los \$5,18 billones explicados casi completamente por la LECAP al 14 de junio (S14J4). Para dicha tarea, Finanzas publicó un menú compuesto en su totalidad por tres LECAPs, que incluye la reapertura de las letras al 12 de julio (**S12L4**) y 16 de agosto (**S16G4**). Asimismo, emitirá un nuevo instrumento al 13 de septiembre (**S13S4**) teniendo en cuenta una tasa efectiva mensual (TEM) mínima de 4,25%. Nos llamó la atención que el Tesoro impuso un límite de emisión conjunto de \$5,4 billones frente a los \$5,18 billones de vencimientos.

¿Dónde podrían cortar las letras? A simple vista, la nueva LECAP debería cortar en línea a su TEM mínima (por arriba del mercado secundario), mientras que las otras dos letras (S12L4 & S16G4) hasta ayer rondaban TEMs (en términos 30/360 del Gobierno) de 3,53% y 3,73%, respectivamente.

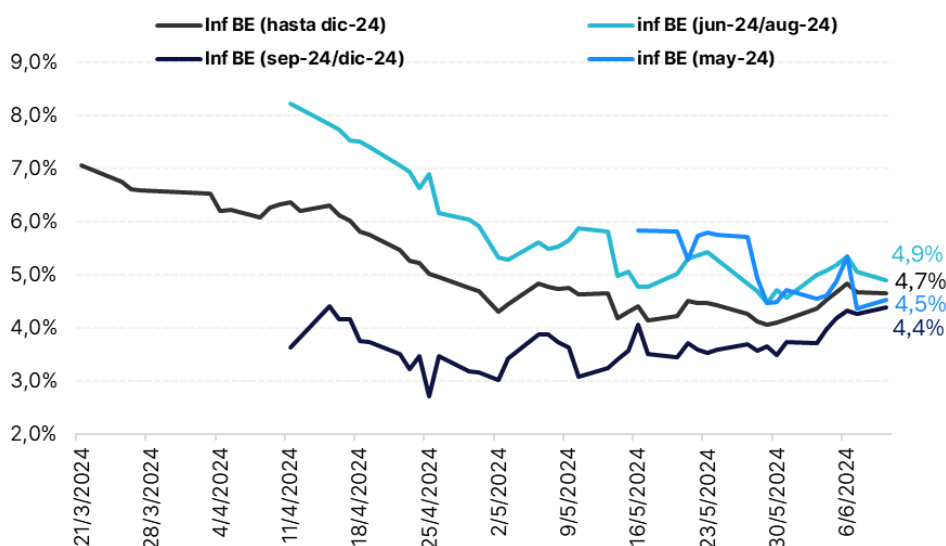
Curva de rendimientos de LECAPs del Tesoro Nacional



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

¿Algo para resaltar? Recordemos que el número alentador de CABA (marca un estimado de 4,1% para el IPC Nacional) y los dichos alentadores de Toto Caputo redujeron la expectativa de inflación de mayo, pero no tuvieron gran impacto en los meses posteriores. De hecho, el breakeven de inflación entre el tramo corto CER (T2X4) y las LECAPs (S26L4) retrocedió de 5,3% el jueves pasado al 4,5%, mientras que el promedio mensual hasta diciembre apenas cedió de 4,8% a 4,7% en el mismo lapso. Los incrementos en las tarifas de energía, la suba en los dólares financieros y la tímida recuperación económica jugarán un rol relevante en la dinámica de los precios. De ser así, la inflación de junio podrá ubicarse por encima del dato de mayo.

Evolución Breakeven de Inflación

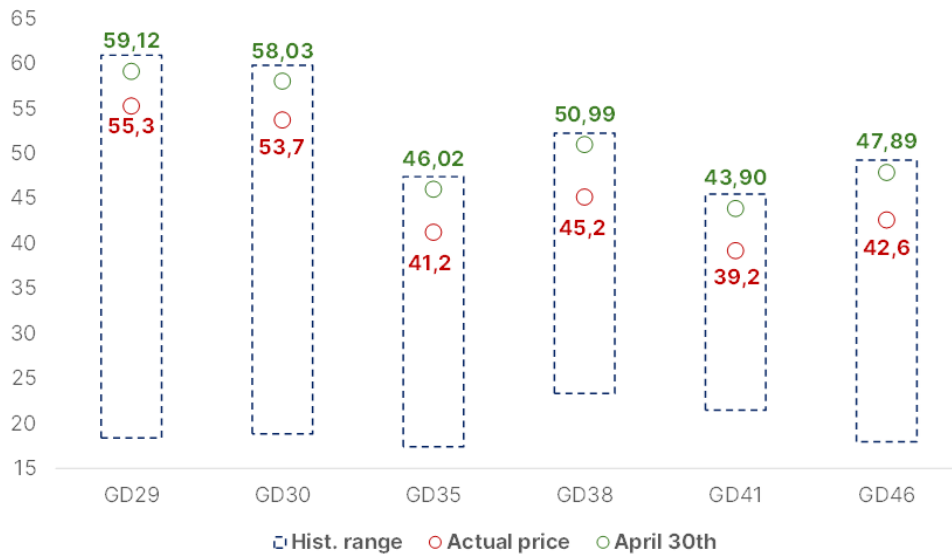
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)****Los Globales rebotaron, ¿qué frenó la sangría?**

En la antesala del tratamiento de la Ley de Bases y el paquete fiscal en la Cámara Alta, la deuda *hard dollar* rebotó entre 3% y 4%. Luego de una semana para el olvido, el precio promedio ponderado por *outstanding* cerró en US\$45,4 avanzando 3,4% en un día y recuperando parte del terreno cedido.

¿Qué provocó el cambio de racha? Más allá del clima estable en los mercados emergentes, algunos rumores destacaban que el oficialismo podría haber conseguido los votos para aprobar la Ley de Bases y el paquete fiscal, los cuales se tratarán este miércoles en el Senado. Según una nota periodística de [La Nación](#), **el oficialismo contaría con 35 posiciones a favor y 34 en contra jugando un rol crucial 3 senadores que no confirmaron su voluntad.** En esta línea, ayer los diez gobernadores de Juntos por el Cambio emitieron un comunicado en el que “manifiestan su apoyo contundente a la ratificación y sanción” de ambos proyectos. Además, expresaron que “resulta indispensable darle las herramientas al gobierno nacional para avanzar con las transformaciones que votó mayoritariamente la sociedad argentina”. Sin embargo, Emiliano Yacobitti -aliado político de Lousteau- afirmó que el comunicado es falso porque Pullaro (Gob. de Santa Fe) no habría acordado el texto del mensaje. En síntesis, un poco más de incertidumbre para esta película...

Como mencionamos, creemos que la aprobación de la Ley de Bases es el principal driver para los activos argentinos. Si el equipo de Milei tiene éxito en el Congreso podríamos observar una recomposición de las expectativas, en línea con lo que sucedió ayer, lo que podría impulsar a la renta fija. Observando los últimos movimientos de precios, **calculamos el *upside* potencial para cada uno de los Globales si este escenario se realizara y en el corto plazo volvieran a precios de principios de mayo cuando el humor inversor era más positivo.** Asumiendo este lapso, el tramo corto exhibiría el *upside* más modesto: GD29 (+7%) y GD30 (+8%). Por otra parte, los títulos más largos presentarían subas de entre 11,6/12,8% para recuperar esos niveles.

¿Cuánto podrían recuperar los Globales?

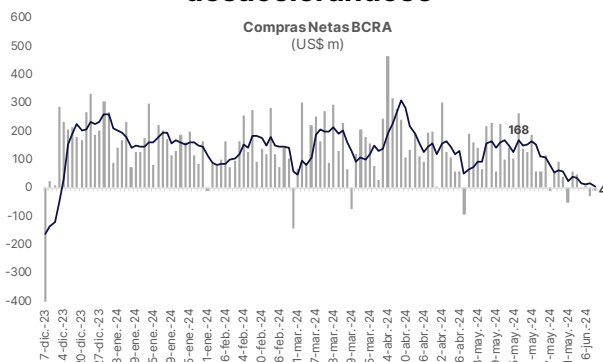


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

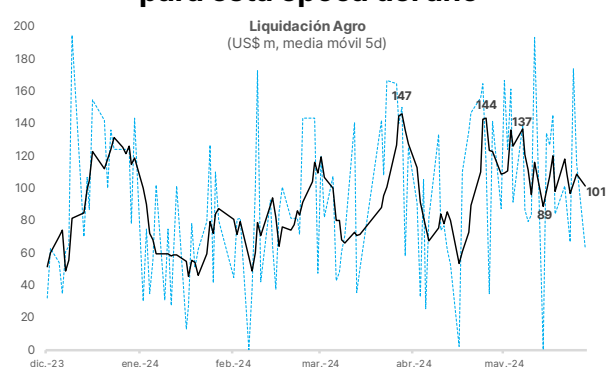
El BCRA vendió en el MULC por segunda rueda consecutiva

Tras haber vendido US\$27 millones el viernes, **ayer el BCRA se deshizo de US\$9 millones en el MULC**. Es la primera vez en la gestión Milei que el Central vende dos días consecutivos y que las ventas no se concentraron en las últimas ruedas del mes, como venía sucediendo en meses anteriores. Así, la autoridad monetaria **tuvo un saldo negativo en tres de las seis jornadas transcurridas en junio**, dejando a la media móvil de cinco días en un nuevo mínimo de la era Milei de US\$4 millones.

El ritmo de compras del BCRA continúa desacelerándose



La liquidación del agro se mantiene baja para esta época del año



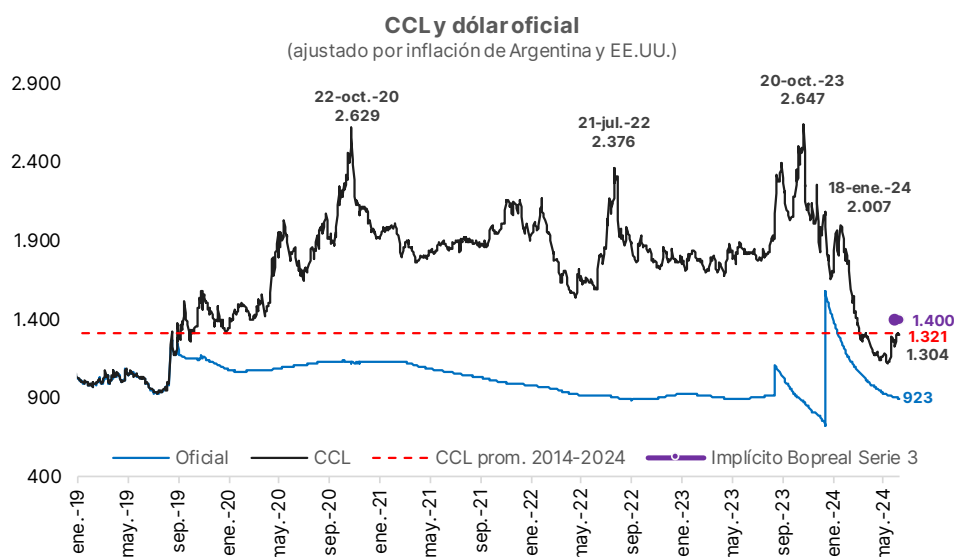
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Si bien las ventas son escasas, **la tendencia es una primera señal de alarma pensando en lo que puede venir en el tercer trimestre, en el cual el BCRA suele desacumular reservas** al desaparecer la oferta masiva del agro y encontrarnos en el período de alta estacionalidad de las cantidades importadas. **Lo relativamente positivo con respecto a años anteriores es que la liquidación de la cosecha gruesa fluye, pero no masivamente**. La media móvil de cinco días de la liquidación de cereales y oleaginosas se encuentra en US\$101 millones, ubicándose muy por debajo de los picos de la actual administración. El retraso en la liquidación del agro no se debe a falta de producto, ya que la trilla está prácticamente finalizada en la zona núcleo. Más bien, **los productores estarían postergando la venta de sus stocks a los exportadores ante un costo de**

apalancamiento bajo, una mayor brecha cambiaria y la expectativa de suba de los precios internacionales de los *commodities*. Por lo tanto, los dólares del campo podrían aparecer con los incentivos correctos (tal vez un mayor *spread* tasa-*crawling* que encarezca el apalancamiento y una menor brecha o incluso una eventual salida del cepo), atenuándose la típica desacumulación de reservas del tercer trimestre.

Retomando lo que sucedió ayer, **el CCL cedió 0,5% a \$1.304 en una rueda que la oferta teórica de los exportadores vía el mercado financiero se mantuvo prácticamente inalterada en US\$30 millones**, cerca de los mínimos de la gestión Milei. Destacamos que el CCL se encuentra 6,9% por debajo del tipo de cambio implícito en la primera licitación de Bopreal Serie 3 (la cual fue abierta a la participación de empresas con dividendos retenidos), equivalente a \$1.400 en pesos de hoy y podría considerarse un posible "techo". Los fundamentos parecieran haber pesado más que los flujos, ya que **el peso argentino se movió en línea con bonos y acciones locales**, que tuvieron una buena jornada tras una semana para el olvido. No obstante, la baja del CCL o la apreciación del peso fue mucho más moderada que las subas exhibidas por los Globales (+3,4% promedio) y el Merval (+3,5% en dólares).

El CCL se movió en línea con bonos y acciones locales



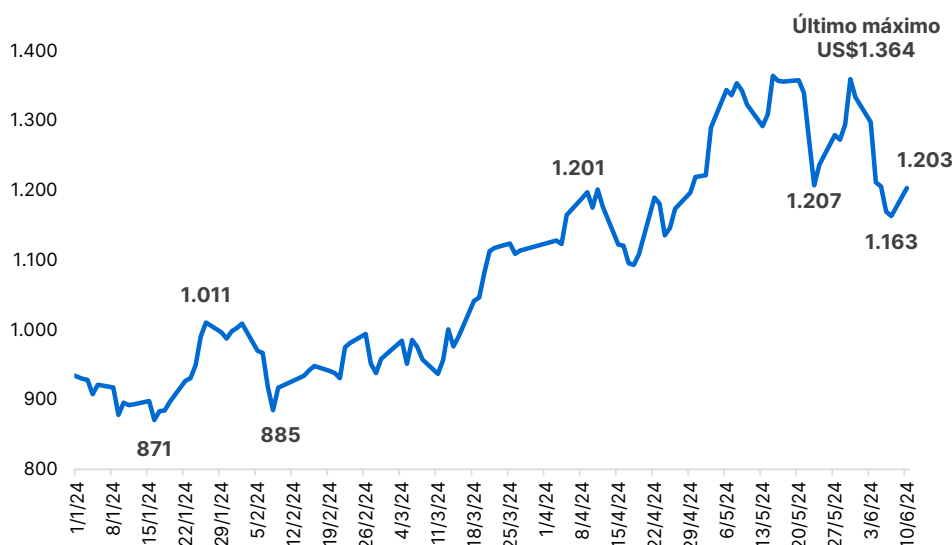
El Merval inició la semana con un rebote

El principal índice accionario inició la semana con el pie derecho y cortó la racha bajista con una suba del 3,5%, lo que permitió que superara los US\$1.200 hasta US\$1.203. El panel líder en pesos saltó 4,0%, mientras que el CCL implícito de los ADRs sumó 0,6%. En la bolsa local, todos los papeles operaron en positivo con las alzas más importantes en TGSU2 (+6,1%), BMA (+6,0%) y PAMP (+5,3%). En Wall Street, los ADRs también mostraron subas considerables encabezadas por TGS (+6,8%), PAM (+6,3%) y BBAR (+5,4%). Los únicos activos que terminaron la jornada en rojo fueron BIOX (-0,1%) y DESP (-1,7%).

¿Qué permitió el cambio en las expectativas respecto de los papeles locales? Una de las hipótesis sostiene que tanto acciones como bonos tuvieron una excelente jornada en la rueda de ayer debido a que el gobierno habría alcanzado los números necesarios, aunque de manera ajustada, para aprobar en general la Ley de Bases y el paquete fiscal. En la sesión del miércoles podremos ver si esto se confirma y si se incluyen nuevas modificaciones en los proyectos. En

cuanto a la votación en particular, hay más incertidumbre y no estaría claro que se mantengan las mayorías. Luego, vendría el tratamiento con modificaciones en la Cámara Baja. Estos rumores positivos para los títulos locales (deuda y *equity*), podrían haber despertado cierto interés en inversores extranjeros, lo que habría potenciado el movimiento al alza, tal como se observó en los Globales y en los ADRs. De esta forma, surge la pregunta de si el Merval ya marcó un piso. En los últimos dos meses ha oscilado en torno a US\$1.200, alcanzando el máximo de US\$1.364. En tanto continúe la mejora de las expectativas, es probable que hayamos visto un piso en el corto plazo. No obstante, cualquier evento que cambie sustancialmente la percepción sobre el país puede hacer al Merval retroceder en su valuación.

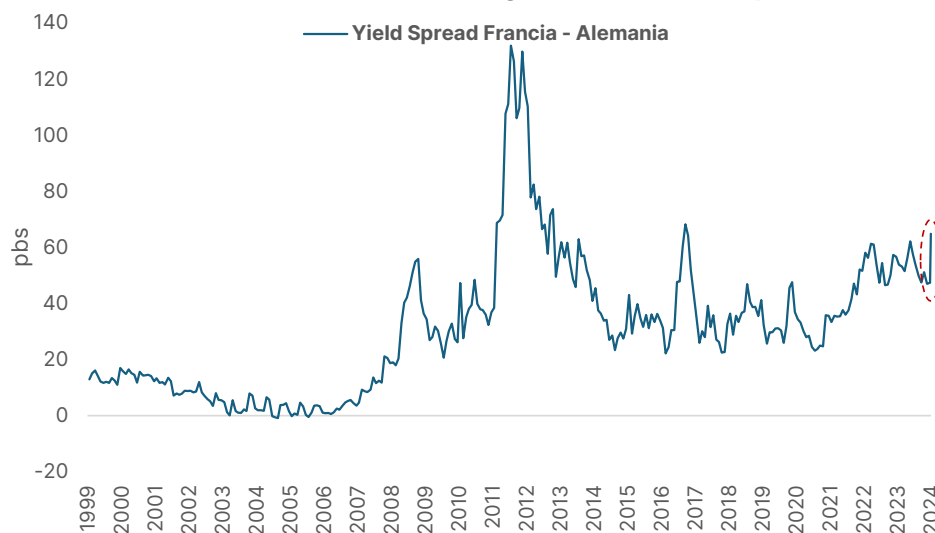
En la antesala del tratamiento de la Ley de Bases, el Merval rebotó



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

¿Cómo afecta el ruido político en Francia a sus bonos?

El presidente de Francia, Emmanuel Macron, convocó a elecciones legislativas anticipadas tras su derrota en los comicios del Parlamento Europeo frente al partido de extrema derecha de Marine Le Pen. La inesperada decisión de Macron es una apuesta arriesgada para el futuro de su presidencia, ya que podría otorgarle un gran poder a la extrema derecha aún faltando tres años para que termine su mandato. En este contexto, surgieron rumores de que el presidente estaría preparándose para renunciar, pero éstos fueron rápidamente desmentidos. Detalle no menor, **si Macron pierde el control del parlamento le será más difícil ajustar las cuentas públicas y achicar el déficit fiscal**. Cabe recordar que, en mayo, S&P Global Ratings rebajó la calificación crediticia del país, argumentando que el déficit permanecerá por encima de 3% del PBI hasta 2027.

Spread de rendimiento de los bonos del gobierno francés por sobre el alemánFuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La incertidumbre política llevó a que hubiese una fuerte venta de bonos franceses al deteriorarse la confianza del mercado sobre la economía y el panorama político. **El rendimiento de los bonos franceses a 10 años, conocidos como OATs, está subiendo hasta 10 pbs hoy, ampliándose el *spread* con respecto a los bonos alemanes (bunds) al nivel más alto desde marzo 2017.** A pesar de esta suba, aún permanece lejos de los niveles alcanzados durante la crisis financiera europea en 2010-2013. Lo interesante es que, incluso con la crisis habiéndose disipado gracias al accionar del BCE, el *spread* nunca volvió a los niveles pre-crisis. En 2006 se ubicaba alrededor de un punto básico, mientras que luego de la crisis europea nunca volvió a estar por debajo de 20 pbs. Asimismo, destacamos que **el nerviosismo se extendió a otros mercados europeos**. A modo de ejemplo, los títulos italianos, considerados entre los más riesgosos de la región debido a la acumulación de deuda del gobierno, cayeron por segundo día consecutivo, ampliando el *spread* sobre los bunds en 150 pbs.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@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.