

19 de julio de 2024

Daily Mercados

ppi

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

Primeros indicios del desarme de *puts*, ¿cuál es el próximo paso?

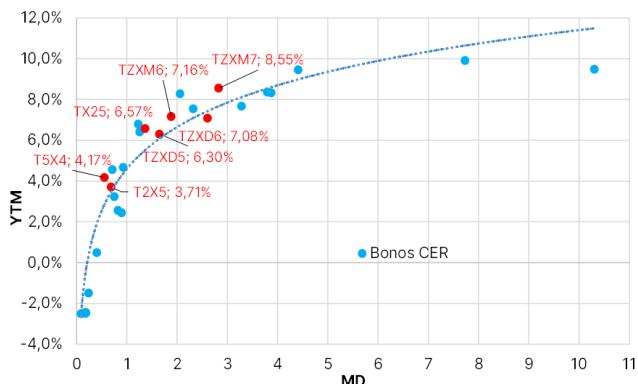
El Banco Central anunció que los bancos, poseedores de las opciones de liquidez asociadas a títulos públicos, **aceptaron la oferta de rescisión por \$13,17 billones**. El comunicado del BCRA aclara que \$10,89 billones corresponden a las opciones americanas (ejecución en cualquier fecha) y \$2,28 billones a las europeas (solamente ejecutables 30 días antes del vencimiento del instrumento). Asimismo, el BCRA afirma que el remanente de opciones americanas representa ahora el 22% del stock original, lo cual implica que el stock de este tipo de opciones previo al canje era de \$13,96 billones. De acuerdo con nuestra estimación previa, y teniendo en cuenta la información del resultado, **quedarían *puts* por un monto ejecutable similar al remanente de los americanos.**

A priori, **el resultado es satisfactorio**. Desde nuestro punto de vista, eliminar la “bola de *puts*” no era tan relevante en términos de suavizar un potencial riesgo de cara a la normalización cambiaria, dado que representaban una aplicación más del sistema bancario. En otras palabras, los bancos están manejando dinero de terceros, y, debido a las regulaciones vigentes, no pueden dolarizar esa posición. De esta manera, la ejecución de los *puts* debía ser producto del retiro de depósitos del sector privado no financiero, el cual -parcialmente- puede tomar dicha decisión. Quitando este concepto de lado, **entendemos el objetivo del BCRA de obtener mayor certidumbre para facilitar la programación monetaria**. Dicho de otra forma, como los *puts* son un contrato cuya ejecución -sin importar la razón- depende del sector privado agrega incertidumbre en la composición de una supuesta base monetaria amplia prima (si agregáramos a la BMA, la potencial ejecución de estas opciones).

¿Cómo sigue esta película? Sin la garantía de liquidez que ofrecían las opciones, creemos que **más de un banco deseará modificar la composición de su cartera de activos**. Buena parte del incremento en la vida promedio de la deuda se debió a la posibilidad que tenían los bancos de licitar *puts*. No obstante, dado que los bancos poseen alrededor del 50% de la deuda del tesoro en pesos en manos del sector privado, el mercado secundario no tiene profundidad para soportar un ajuste de cartera semejante. A partir de esta percepción, sospechamos que el Tesoro ofrecerá en algún momento un canje sobre los títulos que quedaron en manos de los bancos (s/puts) para que puedan reajustar sus carteras sin perjudicar las curvas (en especial, la de ajustables por CER).



Curva CER (en rojo bonos c/puts)



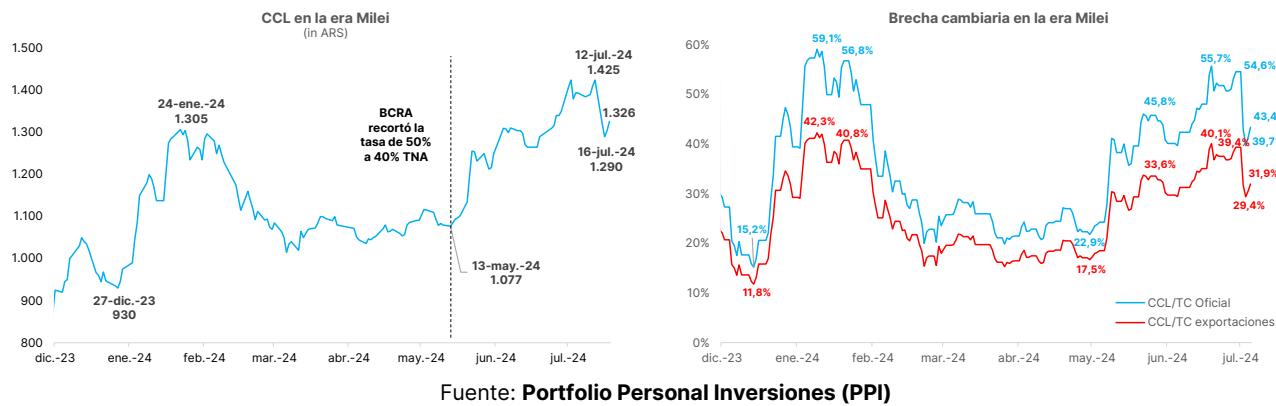
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

El CCL extiende su suba: ¿hay intervención?

A pesar de estar en pie el nuevo esquema monetario/cambiarío, el CCL hilvanó su segunda rueda al alza tras haberse desplomado 9,5% entre lunes y martes. El principal dólar financiero **escaló 1,6% ayer de \$1.305 a \$1.326**, profundizando la suba de 1,2% del miércoles. Luego de haber

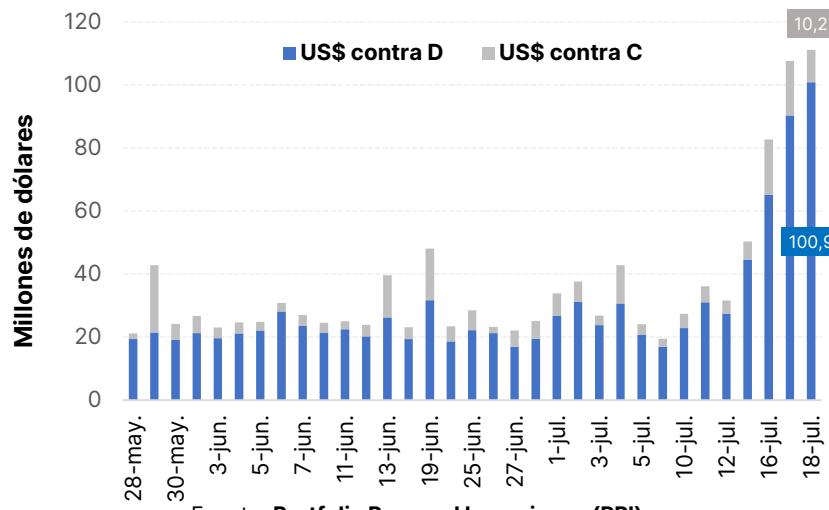
aumentado 2,8% en las últimas dos ruedas, el CCL se ubica 6,9% debajo del cierre del viernes pasado de \$1.425 previo a los anuncios del fin de semana. Con este rebote, la brecha se expandió de 41,3% a 43,4%, alejándose del piso del martes de 39,7%, pero continúa debajo del pico del viernes anterior de 54,6%.

El CCL y la brecha hilvanan su segunda rueda al alza



La pregunta del millón es si el Banco Central ya arrancó a utilizar sistemáticamente su mecanismo discrecional de intervención o si el movimiento del dólar financiero de esta semana fue por oferta y demanda de privados. **El incremento en el volumen operado de AL30 y GD30 C y D de un promedio diario de US\$3,9 millones y US\$23,8 millones en la semana previa al nuevo esquema a US\$12,7 millones y US\$75,3 millones entre este lunes y jueves sugieren que habría cierta presencia oficial.** Si bien el incremento en los volúmenes operados son llamativos (al igual que en 2021 y 2023), creemos que son menos referenciales que en aquel entonces. **No descartamos que haya habido flujo vendedor genuino en la apertura del lunes**, dado que el \$1.425 podría ser considerado un valor de "overshooting" ante las señales de que el equipo económico mantendría a raya la brecha. **Tampoco nos parece descabellado que haya habido flujo comprador genuino el martes cuando tocó un mínimo de \$1.255 durante la rueda**, debido que el stock de reservas netas de -US\$6.000 millones hace lucir poco creíble las declaraciones de que el BCRA esterilizaría \$2,5 billones. ¿Cuál es nuestra conclusión? Para confirmar magnitudes de la intervención del BCRA vía contracción de Base Monetaria por otros factores y caída de reservas brutas por otros factores, tenemos que esperar a los datos monetarios que se publicarán hoy al cierre del mercado.

Llamativo incremento en el volumen operado en AL30 y GD30 C y D tras los anuncios

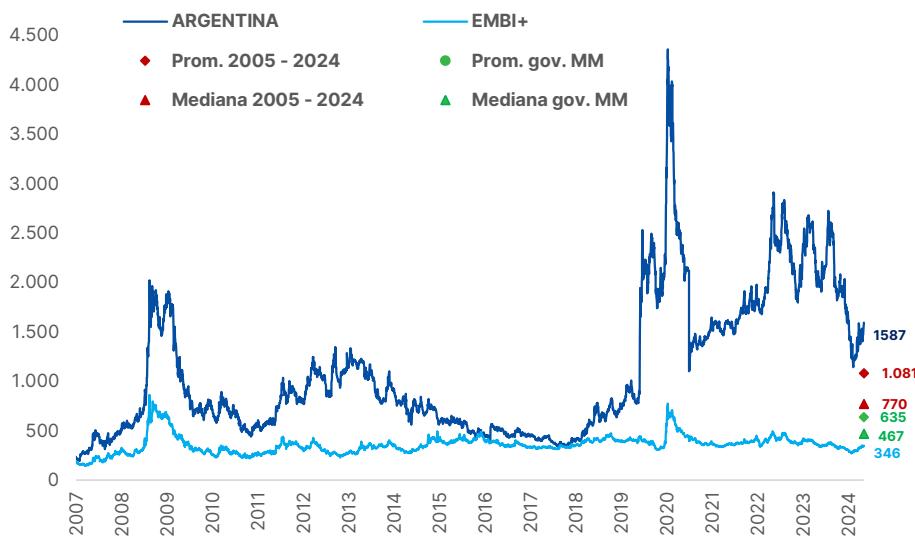


Para finalizar, **el Banco Central vendió US\$62 millones en el MULC**, la mayor venta desde el 28/06, cuando se había desprendido de US\$85 millones. De acuerdo con nuestros números, ayer había pagos de ONs por US\$54 millones entre YPF y Edenor, por lo que las ventas podrían reflejar el acceso de estas compañías al mercado oficial. Ante este hecho, nos parece apresurado sacar conclusiones acerca de si la dinámica del MULC se volvió más desfavorable para la acumulación de reservas. Lo que si es un riesgo genuino para este objetivo es la regla de intervención discrecional del Central en caso de estar empleándose.

¿Vuelve el optimismo para los Globales?

Luego de tres jornadas a la baja, ayer la deuda hard dollar logró avanzar tímidamente entre 0,1% y 0,4%, empujando el precio promedio ponderado por outstanding a US\$44,4. En detalle, la performance positiva fue encabezada por los títulos del tramo corto (GD29 y GD30) y el GD41, que aumentaron 0,4% todos. Luego, el GD38 y el GD46 avanzaron 0,3% ambos quedando en mitad de tabla. Por su parte, el GD35 fue el bono que exhibió la suba más modesta, al solo moverse 0,1%. Si bien este leve avance no alcanza para dar vuelta la tónica del comportamiento que tuvo la deuda esta semana (hasta ahora la curva desciende 3% en promedio), **el riesgo país pudo retroceder hacia los 1.587 puntos básicos**.

Riesgo país en 1.587 puntos



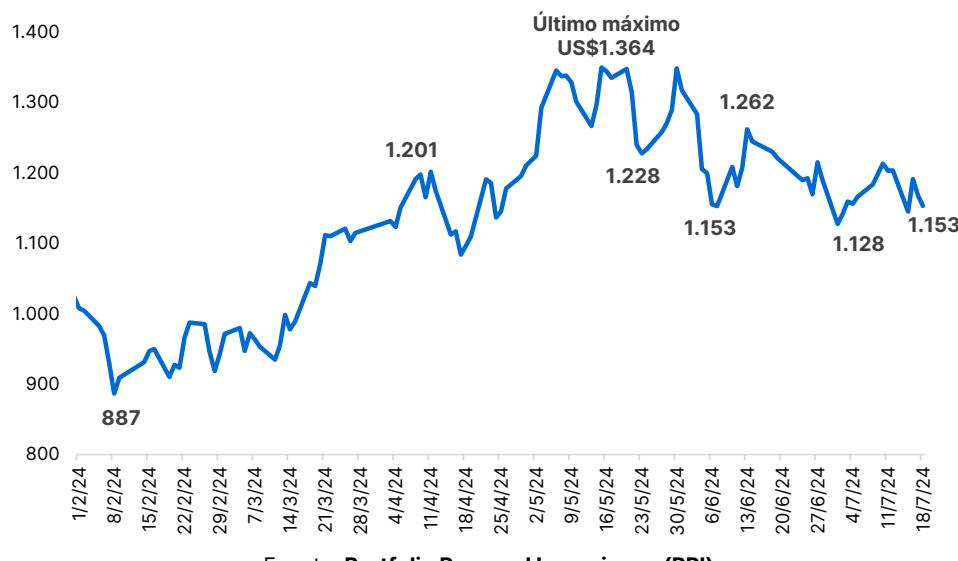
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Cabe mencionar que el clima en el exterior fue relativamente adverso para la deuda emergente. El ETF EMB retrocedió 0,5% en un contexto en que las tasas de los Treasuries aumentaron. Por ende, la performance de los Globales ayer es más meritoria al atribuirse más bien a factores idiosincráticos. ¿Qué pensamos al respecto? Tras el declive que exhibió la curva de Globales esta semana, **algunos inversores podrían estar viendo un punto de entrada para abrir posiciones de mayor riesgo**. Como mencionamos en nuestros informes, tras el nuevo esquema de intervención, es esperable un golpe en la deuda *hard dollar* de corto plazo ya que las nuevas medidas afectarían la acumulación de reservas. Sin embargo, si el plan del Gobierno nos acerca a una normalización cambiaria donde el fortalecimiento de las reservas es uno de los objetivos principales, la perspectiva se torna más constructiva.

El Merval recortó y borró el rebote de los últimos días

El índice compuesto por las acciones del panel líder recortó nuevamente 1,3% hasta US\$1.153 devolviendo parte importante de la recuperación de los últimos días. En pesos, el índice mostró un aumento del 0,3%, pero el tipo de cambio subió 1,6% contrarrestando la variación positiva. En Buenos Aires, los papeles cerraron mixtos con subas encabezadas por ALUA (+2,9%), TRAN (+2,2%) y COME (+2,1%), mientras que IRS (-2,4%), TXAR (-1,9%) y BBAR (-1,6%) registraron las mayores pérdidas. En tanto, en el exterior, los ADRs argentinos mostraron más rojos que verdes con DESP (-5,5%), IRS (-4,0%), BIOX (-3,5%) y CRESY (-3,5%) al frente de los primeros, al tiempo que VIST (+2,4%), CAAP (+1,1%) y BMA (+0,5%) esquivaron el clima negativo y pudieron cerrar al alza.

De regreso a los US\$1.153



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Como mencionamos en el Daily del 16 de julio, **Transportadora de Gas del Sur lanzó una operación para despejar su perfil de deuda**, ofreciendo recomprar su bono con vencimiento en 2025. La primera etapa de la operación consistió en la emisión de una ON para captar los fondos para efectuar esta recompra. Envalentonados por los buenos resultados de Telecom, que recibió ofertas por US\$1,3 mil millones y colocó US\$500 millones en el mercado a un rendimiento de 9,70%, TGS salió con una oferta similar, con plazos precio y cupón a definirse por medio de libro de ofertas. **La colocación fue sin lugar a duda exitosa. Recibieron ofertas por US\$1,6 mil millones y decidieron tomar US\$490 millones a un rendimiento del 8,75% con vencimiento en 2031**, 95 puntos básicos menos que TECOAR31, que dio el primer paso en términos de emisiones sin garantías. El precio de emisión fue de 98,712% y el cupón de 8,5%. De esta forma, **quedó demostrado que el apetito por los créditos corporativos argentinos en el exterior existe y es una eventual fuente de financiamiento a gran escala para los negocios locales**.

¿Se baja Biden como candidato a presidente de los Estados Unidos?

Se intensifican las presiones sobre el actual presidente de los Estados Unidos, Joe Biden, para que abandone la carrera electoral de 2024. Gran parte de Washington, incluidos los principales aliados demócratas, ve su salida como inevitable. Según CNN, **Nancy Pelosi, expresidenta de la Cámara de Representantes, les dijo a los legisladores demócratas que cree poder convencer a Biden de retirarse de la contienda**. Más allá de esto, en la campaña del presidente, que actualmente se encuentra aislado por COVID, afirman que está completamente comprometido a

permanecer en carrera. Mientras tanto, **Donald Trump aceptó oficialmente la nominación republicana en un discurso ante la Convención Nacional Republicana**, llamando a la unidad, al recorte de impuestos y al fin de las guerras extranjeras.

Problema de sistemas a nivel mundial

Los sistemas informáticos fallaron en todo el mundo hoy, afectando servicios de aerolíneas, bancos y a la Bolsa de Valores de Londres después de que un programa de ciberseguridad ampliamente utilizado se colapsó. Además, Microsoft reportó problemas con sus servicios en la nube. **La empresa de ciberseguridad CrowdStrike advirtió a sus clientes que su producto de monitoreo de amenazas Falcon Sensor estaba causando que el sistema operativo Windows de Microsoft se caiga**. Aún no está claro qué desencadenó el problema, pero coincidió con interrupciones en los servicios de la nube de Microsoft Azure y el Office 365.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader

pmorini@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader

dmendez@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist

eanselmi@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management

lcaldi@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst

nmartin@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst

gstvass@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist

meidner@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst

lherrera@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist

mcucher@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern

lodelaney@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 nº 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula nº 73, en todos los casos de la CNV. |