

23 de julio de 2024

Daily Mercados

ppi

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

Licitación del Tesoro 24 de julio: ¿qué seleccionó Finanzas para ofrecer esta vez?

En esta oportunidad, los vencimientos alcanzan los \$3,76 billones y son prácticamente explicados por la LECAP que vence el 26 de julio (S26L4). **Según publicó Pablo Quirno en sus redes, se emitirá un menú variado de 11 títulos sin opciones para el corto plazo.**

Primero tendremos dos reaperturas de LECAPs; la de noviembre (S29N4) y la que vence a fines de marzo del año que viene (S31M5). Se ofrecerán también cinco bonos ajustables por CER con vencimientos a fines de 2025, fines de 2026, mitad de 2027, fines de 2027 y mediados de 2028 (TZXD5, TZXD6, TZXD7 y el TZXD8). Por último, un segmento del menú corresponde a instrumentos dólar linked. En este caso, Finanzas ofrece gran parte de los instrumentos de la curva DL: (TZV25, TZVD5, TZV26 y TZV27). El único instrumento que tendrá una TEM mínima (4,5%) será la LECAP más larga (S31M5) quedando muy por encima de las tasas de cierre en el secundario ayer.

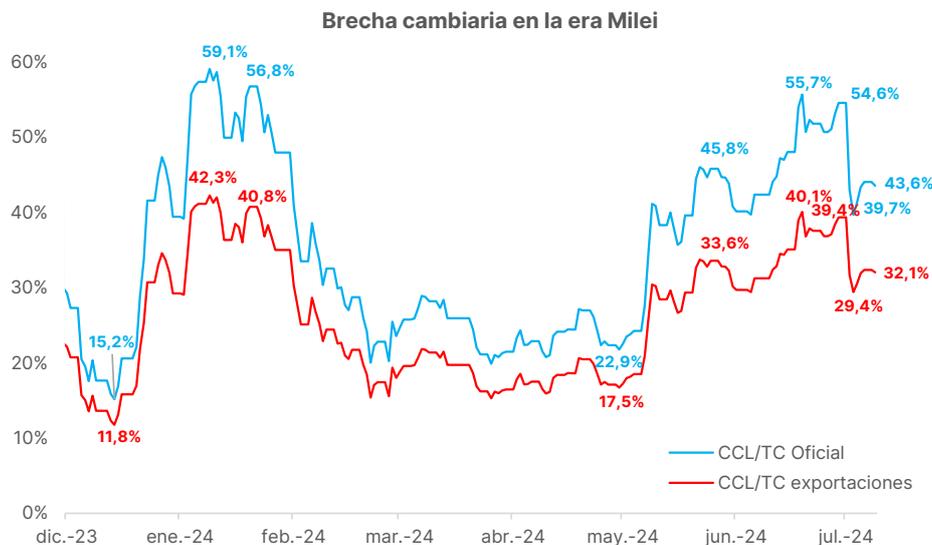
El menú nos resulta llamativo en un contexto de mal desempeño para la deuda en pesos ajustada por CER y por tipo de cambio. Sobre todo, **teniendo en cuenta una posible fragilidad en el segmento luego de que el Gobierno haya eliminado una cantidad significativa de puts en manos del sector bancario.** En esta línea, es destacable que no se anunció ningún canje para que los bancos modifiquen sus carteras de activos sin colapsar las curvas de pesos. Desde nuestro punto de vista, **el Tesoro podría estar intentando estirar *duration* y aminorar la cantidad de pagos hasta septiembre.** Tengamos en mente que, si efectivamente se realiza una normalización cambiaria en el segundo semestre de este año y dado que la deuda consolidada del sector público recae sobre el Tesoro, el *roll-over* de la deuda en pesos se convertirá en un ratio a seguir de cerca.

¿Dónde vemos valor? Con el nuevo esquema monetario del gobierno pensamos que podría haber valor relativo en los instrumentos a tasa fija. En este sentido, **una TEM mínima de 4,5% para la LECAP que vence a fines de marzo del 2025 podría ser interesante de corto plazo.** Si bien es la letra más larga de la curva, dicha tasa representa un premio significativo con respecto a las TEM del secundario (+20bps).

El debut de las LEFI vino sin suba de tasa

Ayer nos preguntábamos en nuestro [Perspectivas](#) si el Banco Central aprovecharía el lanzamiento de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI) para aumentar la tasa de política monetaria ahora que ya no deberá afrontar el costo de una mayor tasa. Nuestro interrogante surgió a partir de que **el nuevo mecanismo de intervención en CCL/MEP sólo sirvió para comprimir la brecha inicialmente.** Precisamente, se estacionó en torno a 43/44%, tras haberse desplomado de 54,6% el viernes previo a los anuncios a 39,7% el martes pasado.

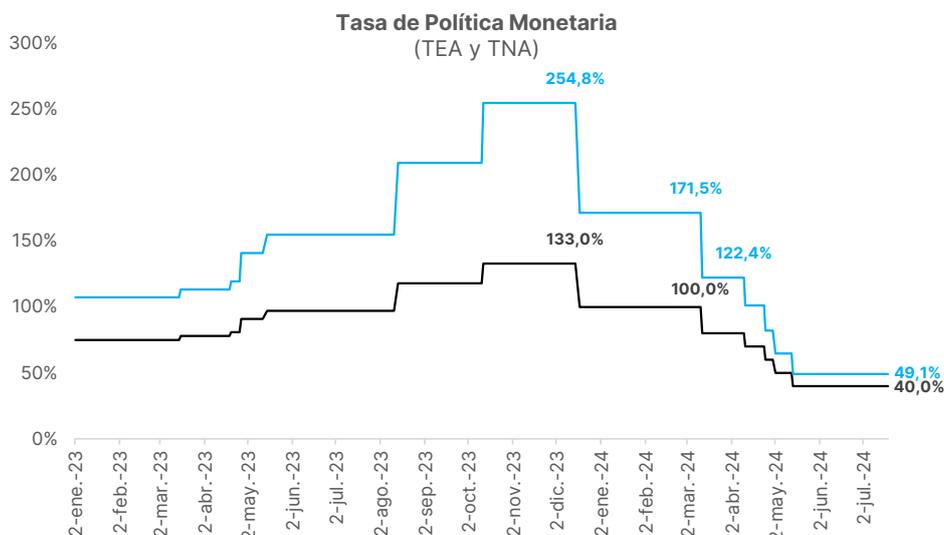
La intervención sólo pudo bajar la brecha hasta 43/44%



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

Recordamos que **las LEFI reemplazarán el stock de pases pasivos de \$10,8 billones** al viernes pasado, alcanzándose dos de las tres condiciones necesarias para salir del cepo enumeradas por Milei (“terminar con los pasivos remunerados, terminar con los puts y la convergencia de la inflación con la devaluación en un entorno cercano a 0% mensual”). **A diferencia de los pases, estas letras son deuda del Tesoro.** El BCRA sólo las operará y definirá la tasa de referencia a través de ellas. Por lo tanto, el Central dejará de emitir los intereses de sus pasivos remunerados en pesos, los cuales deberán ser afrontados por el fisco, aunque la capitalización de estas letras permite que no tenga que “pagar” este interés, sino que se integren al capital. Por esto mismo, **cuando Caputo y Bausili presentaron el nuevo esquema monetario a fines de junio mencionaron que le devolvía autonomía al BCRA para definir la tasa, ya que dejará de preocuparse por el efecto que tendría en su hoja de balance.** A pesar de estas declaraciones, **la tasa de referencia se mantuvo en 40% TNA, 49,1% TEA o 3,3% TEM** en el debut de las LEFI.

El debut de las LEFI no trajo una suba de tasas

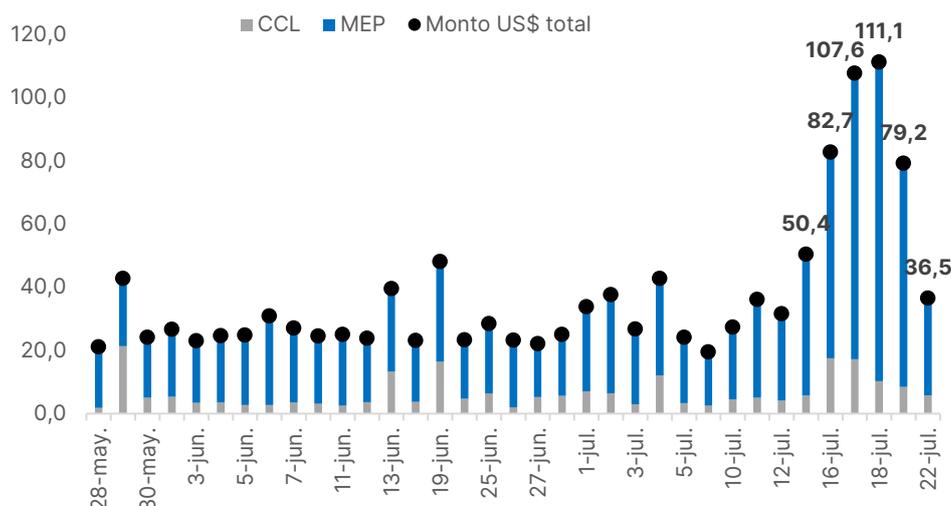


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Si bien en los hechos no hubo un aumento de la tasa de política monetaria, en la práctica sí lo hubo, aunque fue de una magnitud muy acotada. Dado que a estas letras no están gravadas con Ingresos Brutos, la TEM subió de 3,10% a 3,34% (la alícuota es 7% en CABA), lo que ya había sido descontado por el mercado. Cabe destacar que esta tasa es la que se transmite a todo el sistema financiero, por lo que **esperamos que una mejora marginal en las remuneraciones en pesos.** Para tener de referencia, la tasa del plazo fijo se ubicaba en 36,8% TNA o 3% TEM y la de las "remus" en 31,8% TNA o 2,65% TEM.

Con el lanzamiento de las LEFI quedó en evidencia que **se prefiere contener la brecha a través de mecanismos "heterodoxos", como intervenir con reservas, en vez de "ortodoxos", como subir la tasa.** Respecto a lo primero, los datos monetarios referidos a la rueda del martes pasado, cuando el volumen operado en AL30 y GD30 C y D saltó a US\$93,6 millones desde US\$61,2 millones el lunes, confirmaron la intervención oficial. De esta información **puede inferirse que el BCRA habría intervenido con alrededor de US\$21,3 millones** ese día, tras haber utilizado unos US\$7 millones el lunes. Si se mantiene la intervención del Central como proporción del volumen operado en el promedio de 17,1% de lunes y martes, la pérdida habría sido mayor miércoles y jueves, cuando el volumen se disparó a US\$118,5 millones y US\$122 millones, respectivamente. Entre hoy y mañana tendremos mayores certezas acerca de la intervención en estas dos ruedas.

La intervención del BCRA habría sido mayor el miércoles y jueves pasado

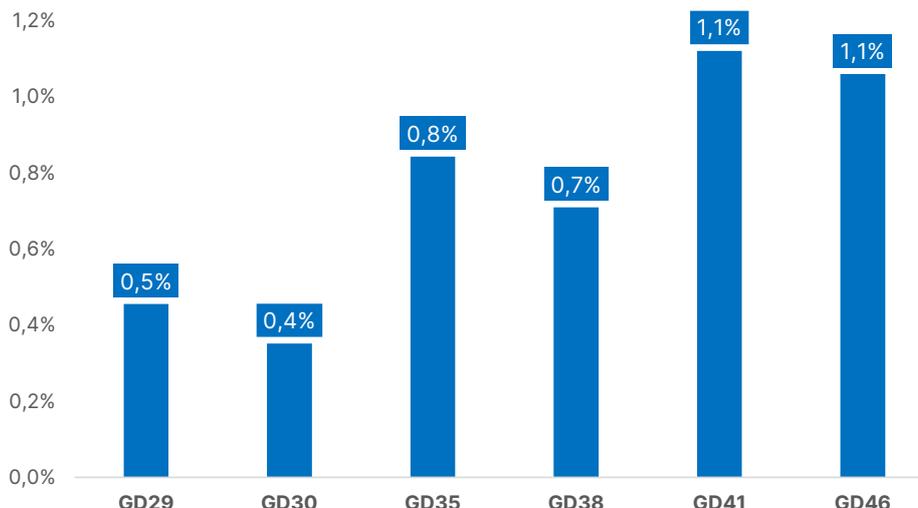


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Buen arranque de semana para la deuda *hard dollar*

En un día positivo para los mercados emergentes/frontera los Globales avanzaron entre 0,4%/1,1%, permitiendo que el riesgo país retroceda a los 1.570 puntos básicos. Así, **en dirección contraria a la performance de la semana pasada, el precio promedio ponderado por *outstanding* incrementó de US\$44,3 hacia US\$44,6**, evidenciando avances más acentuados en el tramo medio-largo de la curva. En detalle, el GD46 y GD41 aumentaron ambos 1,1% (+US\$0,4), mientras que el GD35 y GD38 recuperaron 0,8%/0,7% (+US\$0,3). Por su parte, el GD29 y GD30, los títulos más cortos de la curva, tan solo subieron 0,5% el primero (+US\$0,1) y 0,4% el segundo (+US\$0,2).

Los Globales arrancan la semana con el pie derecho



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

Como mencionamos ayer, no podemos dejar de lado la influencia que tiene el sector externo en la performance de los bonos criollos. **El ETF EMB aumentó 0,5% ayer denotando el buen clima para emergentes.** Tras la baja de la candidatura de Biden, los Treasuries se mantuvieron calmos ayer, lo que llevó una tónica optimista a los mercados de bonos de mayor riesgo.

El Merval extendió la recuperación

El índice compuesto por las acciones del panel líder aumentó 1,6% hasta US\$1.194, quedando 0,3% por encima del cierre de junio. En pesos, el índice mostró un aumento del 1,4% y el tipo de cambio cayó 0,2%, lo que potenció la suba en dólares. En Buenos Aires, los papeles cerraron mayoritariamente en positivo con subas encabezadas por CEPU (+4,9%), TXAR (+3,9%) y COME (+3,6%), mientras que BYMA (-1,1%), YPDF (-0,7%) y CRES (-0,5%) registraron las mayores bajas. En la misma línea, en el exterior, los ADRs argentinos mostraron más verdes que rojos con CEPU (+3,7%), TGS (+3,4%) y MELI (+2,3%) al frente de los primeros, al tiempo que VIST (-0,8%), BBAR (-0,6%), SUPV (-0,2%), IRS (-0,1%) e YPF (-0,1%) fueron los únicos que terminaron la rueda con recortes.

El Merval subió 0,3% en lo que va de julio



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

Como mencionamos en otras oportunidades en el Daily Mercados, **Transportadora de Gas del Sur lanzó una operación para despejar su perfil de deuda.** Luego de la exitosa emisión de US\$490 millones con vencimiento en 2031, ofreció recomprar las ONs con *maturity* en febrero de 2025. De los US\$470 millones en circulación, recompraron más del 60%, casi US\$300 millones. **Para completar la operación, ayer se publicó el anuncio de rescate anticipado de las Obligaciones Negociables Clase 2.** De esta manera, la compañía sacará de circulación los títulos remanentes despejando los vencimientos más próximos. **El precio de rescate será de 100% (a la par) del valor nominal en circulación más los intereses devengados y no pagados, hasta la fecha de rescate del 31 de julio y montos adicionales si los hubiera.**

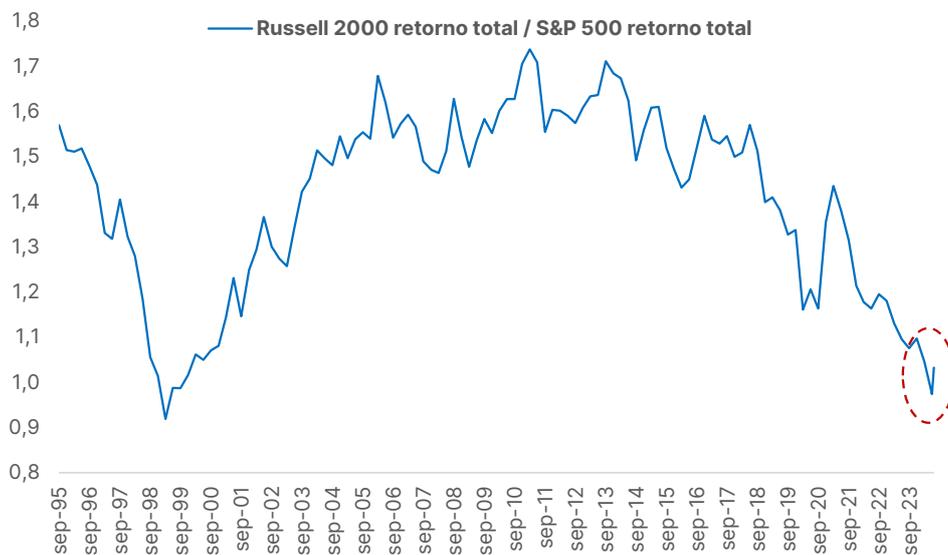
¿Es el factor Trump el principal *driver* del rally de las *small caps*?

En el último tiempo, o para ser más precisos desde que se conoció el último dato de IPC de junio, se observó una rotación del sector tecnológico hacia las *small caps*. **Desde el día previo al dato de inflación (10 de julio), el Russell 2000 (*small caps*) avanzó un 8,3%**, el Dow Jones (sector industrial) subió un 1,8%, **mientras que el Nasdaq (sector tecnológico) retrocedió 4,1%**, arrastrando al S&P 500, que también cayó un 1,2% desde entonces. Ya son tres datos positivos de inflación consecutivos, sumado a que el mercado laboral parece estar debilitándose, y este último riesgo empieza a estar más presente en los discursos de los miembros de la Fed. Esto podría llevar a la Reserva Federal a recortar la tasa de referencia más veces este año. De hecho, el mercado está descontando dos bajas, en contraposición con la proyección del organismo de una sola.

El escenario de tasas bajas beneficia a la rotación mencionada anteriormente. Las *small caps* tienen mayores niveles de deuda, especialmente si las comparamos con las grandes tecnológicas como puede ser Apple que cuentan con cajas abultadas. Tasas más bajas no solo mejoran el flujo de caja neto (pagan menos intereses), sino mejora el valor presente neto, empresas con mayor deuda son más sensibles a cambios en la tasa de descuento. Mucho se habla del factor Trump como un elemento que juega a favor de la rotación, pero creemos que el principal impulsor es el nuevo escenario que está viendo el mercado, en el cual la Fed recortaría la tasa más veces de lo que se publicó en sus últimas proyecciones. En este sentido, luego del debate presidencial en el que Trump salió claramente favorecido, hasta el día previo a la publicación del IPC de junio, el Nasdaq subió un 4,4% y las *small caps* avanzaron un 0,7%. Más allá de esto, es cierto que hubo ciertas declaraciones de Trump que jugaron en contra de las tecnológicas, como cuando dijo que Taiwán debería pagarle a Estados Unidos por su protección. Ese día, empresas como Apple, AMD y Nvidia, que dependen de Taiwán como uno de los principales proveedores de chips a nivel mundial, sufrieron. Asimismo, el expresidente propone imponer aranceles de hasta el 60% a las importaciones chinas, lo que podría derivar en una guerra comercial que afectaría principalmente a empresas con cadenas de valor desarrolladas a lo largo del globo. Otro factor que seguramente contribuyó fue que el Russell 2000 estaba negociándose al nivel más bajo en comparación con el S&P 500 desde 1999.

En las últimas ruedas se observó una cierta reversión de esta tendencia, con el sector tecnológico recuperando terreno. Ayer, el Nasdaq avanzó 1,6%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones que hicieron lo propio en 1,1% y 0,3%*. En cuanto a las acciones *tech*, destacamos que Nvidia recuperó 4,8%, luego del 8% que perdió la semana pasada, mientras que Meta y Alphabet subieron 2,2%. Probablemente, el retiro de la candidatura presidencial de Joe Biden incrementa las probabilidades de que el partido azul llegue al poder. Esto jugó a favor del sector tecnológico, pero no afectó la performance del Russell 2000 que también trepó 1,6% ayer.

Evolución del spread entre el Russell 2000 y el S&P 500 (en %)



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

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. |