

10 de septiembre de 2024

Daily Mercados

ppi

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

Licitación del Tesoro: sortear el primer obstáculo de septiembre

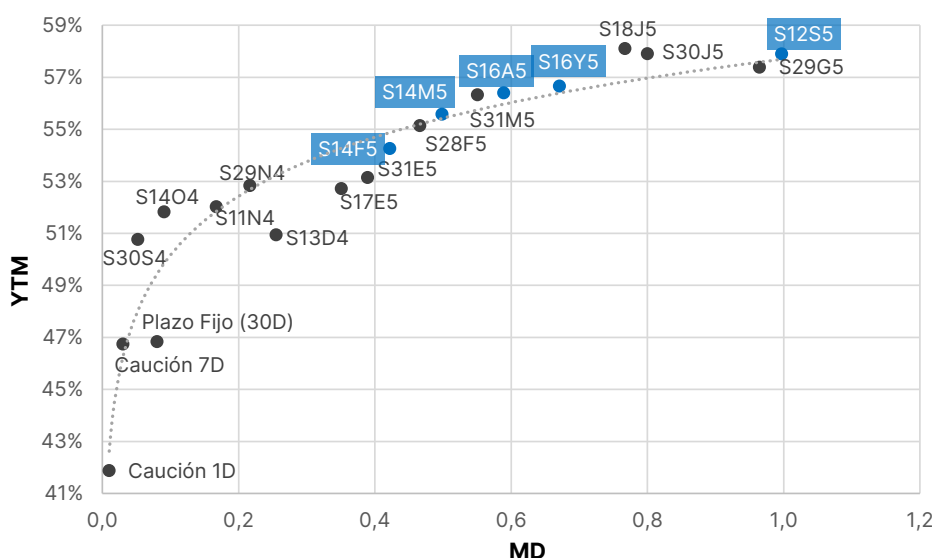
Finanzas publicó ayer por la noche las condiciones de la primera licitación del mes, donde enfrentará pagos de deuda en pesos por alrededor de \$6,97 billones. El menú está conformado de la siguiente manera:

1.- LECAPs: S13D4 (reapertura; 13 de diciembre 2024), S14F5 (nueva; 14 de febrero 2025), S14M5 (nueva; 14 de marzo 2025), S16A5 (nueva; 16 de abril 2025), S16Y5 (nueva; 16 de mayo 2025) y S12S5 (nueva; 12 de septiembre 2025).

2.- CER: TZXM5 (31 de marzo 2025), TZXM6 (31 de marzo 2026) y TZXM7 (31 de marzo 2027).

La licitación no cuenta con ninguna referencia de precio, por lo cual **nos basaremos en el mercado secundario para estimar las tasas efectivas mensuales (TEM)** de referencia de las nuevas LECAPs. En ese sentido, para estar en línea a sus pares ya emitidos, creemos que las TEM deberían ubicarse en 3,70% (S14F5), 3,72% (S14M5), 3,78% (S16A5), 3,79% (S16Y5) y 3,88% (S12S5).

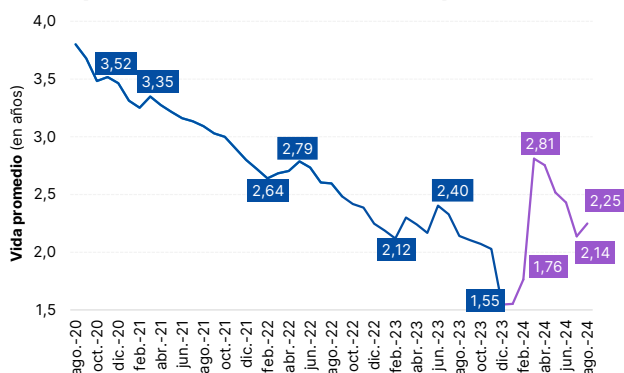
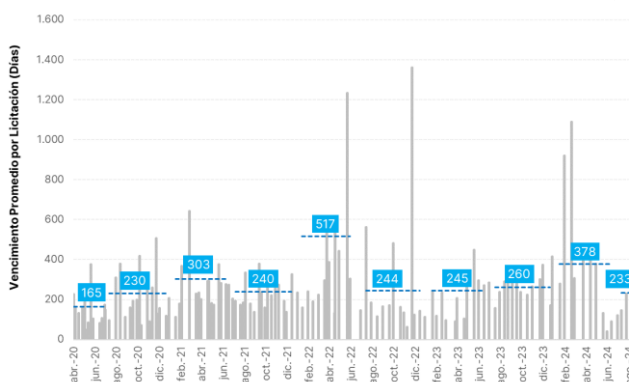
Curva de LECAPs del Tesoro (letras nuevas c/TEM estimada)



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

Por otro lado, la licitación sí cuenta con una particularidad en relación con los montos a emitir. **El Tesoro limitó la emisión de las tres LECAPs más cortas** (S13D4, S14F5 y S14M5) a montos de \$2, \$1,5 y \$1,5 billones, respectivamente. **¿Cuál es el mensaje?** Desde nuestro punto de vista, incentivar la decisión de aumentar *duration* en los portafolios por parte de los inversores. Dado que las LECAPs que vencen en septiembre fueron colocadas a bancos cuando se aceleró el desarme de pasivos remunerados del BCRA, pensamos que buena parte de estos fondos irá a los instrumentos cortos. De esta manera, el inversor que no quiera enfrentar el riesgo de ser prorrateado, o incluso buscar una tasa más atractiva, deberá ir a un instrumento de mayor plazo. Recordemos que el Tesoro estuvo trabajando en este objetivo, al ir alargando las colocaciones promedio en las últimas siete licitaciones de forma consecutiva. De hecho, en agosto, la vida promedio del stock de deuda en pesos aumentó tímidamente de 2,14 a 2,25 años (por primera vez en cinco meses).

Vida promedio de la deuda en pesos (años)

Instrumentos Licitados (Días hasta *Maturity*)Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

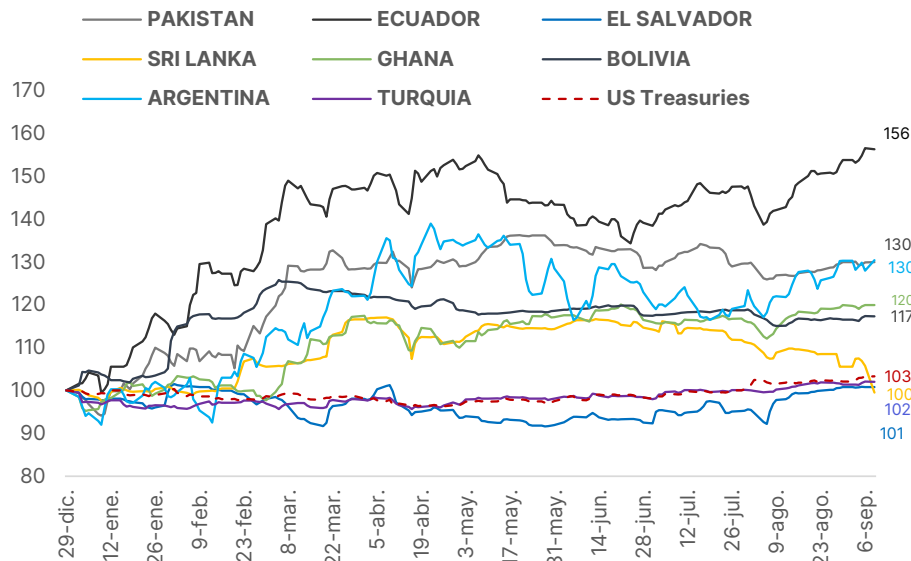
¿Dónde hay valor? Creemos que el tramo largo es el más atractivo de la curva de LECAPs, donde hoy en día preferimos las letras de junio. En esta línea, para los inversores dispuestos a estirar *duration* consideramos que las letras a mayo/septiembre podrían ofrecer algún diferencial de tasa respecto a la referencia del secundario. Por el contrario, pensamos que los *breakeven* de inflación (a diciembre en 3,2%) quedaron relativamente bajos para las proyecciones privadas de corto plazo. Dado que el concepto de la inercia inflacionaria y los retoques de precios relativos le ganan parcialmente la pulseada a la baja del impuesto PAÍS en el corto plazo, preferimos CER de 2024 a las LECAPs cortas.

La deuda en dólares inicia la semana en terreno positivo

En una buena rueda para emergentes (ETF EMB +0,3%), los Globales avanzaron firmes entre 1,6% y 2,2% ayer. Así, **los soberanos revirtieron la mala racha de la primera semana de septiembre: incrementaron entre 0,1% y 2,3% en lo que va del mes.** Como destacamos en nuestros informes, el tramo corto de la curva es el que exhibe los mayores aumentos. En lo que va del mes, el GD29 y GD30 aumentaron 1,9% y 2,3%, mientras que el resto de la curva apenas permaneció sobre la línea de cero con subas de 0,1/0,4%. En este contexto, el precio promedio ponderado por *outstanding* pasó de US\$48,6 a casi US\$49 en lo que va del mes (+0,7%).

Retomando la última rueda, **en línea con lo que venía sucediendo, el título que más se destacó pertenece al tramo corto de la curva.** El GD30 trepó 2,2%. Completaron el podio el GD41, que subió 1,9%, y el GD35, que hizo lo propio en 1,8%. Por su parte, el GD38, GD46 y GD29 rebotaron entre 1,6% y 1,7%. Como mencionamos, la jornada en general fue favorable para los mercados emergentes. Sin embargo, **créditos comparables con los Globales no tuvieron tanta suerte:** bonos de Nigeria, Gabón y el Salvador (tienen similar *modified duration* y calificación crediticia CCC+) retrocedieron tímidamente hasta 0,2%.

Performance de Argentina (GD35) vs comparables (YTD)

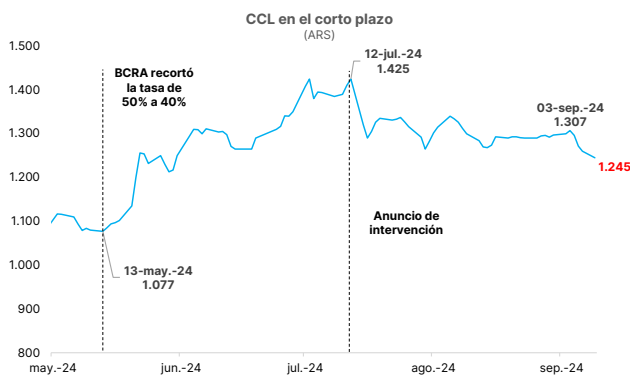


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Calma en el CCL

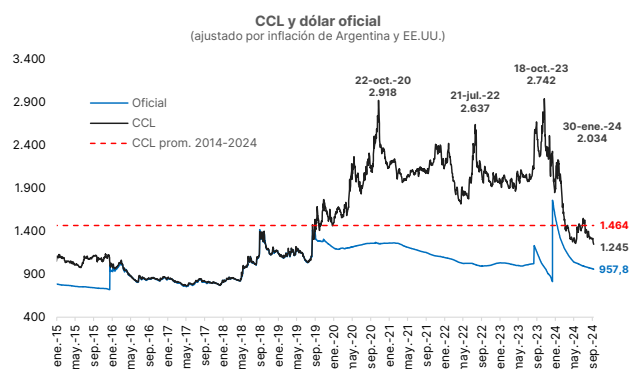
Se extiende el veranito cambiario. El CCL inició la semana profundizando la baja exhibida entre el miércoles y viernes pasado. Ayer **recortó 1,2% de \$1.260 a \$1.245, el menor nivel nominal desde el 30/05 y real desde la antesala de las PASO 2019.** De esta forma, cayó 4,7% desde el pico del último martes y 12,6% desde el viernes 12/07 previo a anunciarse la intervención. En este contexto, **la brecha**, que había marcado 54,6% a mediados de julio, **se hundió a 30%**, guarismo no visto desde mediados de mayo.

El CCL cayó 12,6% desde el anuncio de intervención

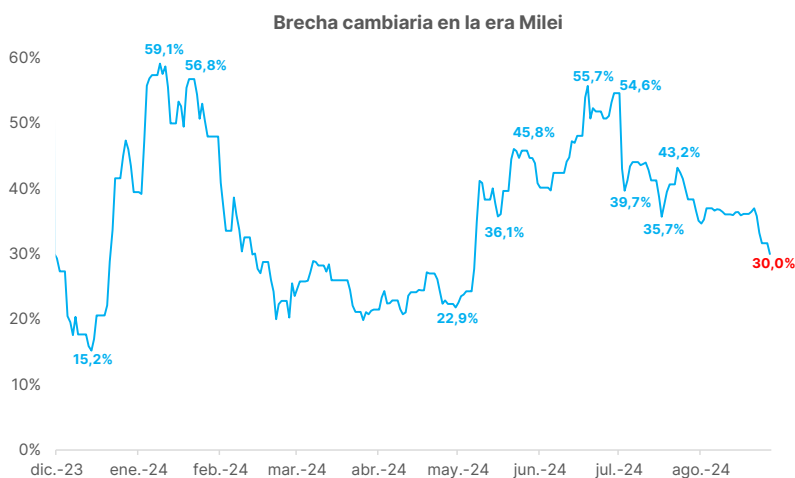


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

CCL en su nivel más bajo desde la antesala de las PASO 2019



La brecha en el menor nivel desde mediados de mayo



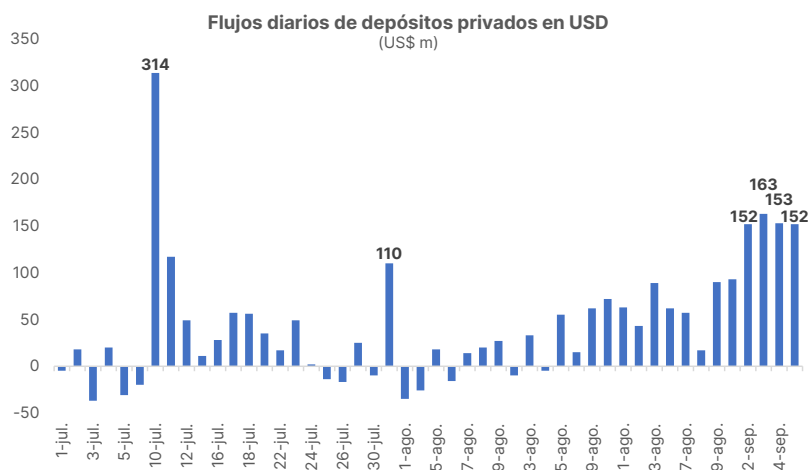
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿Qué hay detrás de esta baja del CCL? ¿Intervención o flujo vendedor genuino? Nos inclinamos más por lo segundo. El **pago adelantado de bienes personales** estaría contribuyendo con la calma cambiaria. Con la sanción del paquete fiscal, se aprobó un Régimen Especial de Ingreso del Impuesto sobre los Bienes Personales (REIBP). Este permite adelantar el pago del tributo para el período 2023-2027 a una alícuota no progresiva de 0,45% o 0,5% para bienes regularizados por el blanqueo. **Tiene sentido que haya inversores que estén vendiendo dólares para entrar en este régimen que caduca el 30/09.**

Una vez pasada esta ventana de tiempo no queda claro que el CCL se mantendrá en estos niveles. La amenaza de intervención podría contribuir a contenerlo. Aún restarían esterilizarse el equivalente a un poco más de US\$1.300 millones de los US\$1.900 millones anunciados.

Por último, sin todavía datos oficiales, el **blanqueo pareciera que avanza con fuerza.** El trato que el REIBP le brinda a los bienes regularizados habría contribuido con esto. **Los depósitos en dólares del sector privado treparon a US\$20.054 millones al 05/09, el mayor nivel desde octubre 2019.** Desde mediados de agosto que no hay un *outflow*: escalaron US\$1.338 millones en 16 ruedas.

Fuerte suba de los depósitos en dólares del sector privado



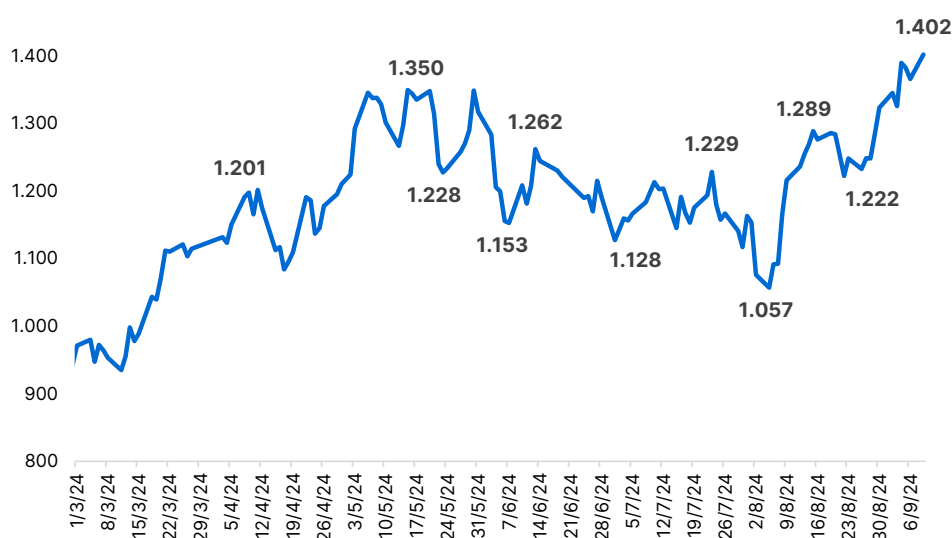
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval no para de romper máximos

Las acciones iniciaron la semana marcando un nuevo máximo en la era Milei. El rally de agosto se extiende a lo que va de septiembre y, con **la suba de ayer de 2,6%, el Merval se ubicó en US\$1.402**, el nivel más alto desde el 13 de junio de 2018 en términos constantes. En pesos, la variación fue bastante menor, del orden del 1,0%, pero la baja del tipo de cambio potenció las ganancias en dólares.

En la bolsa de Buenos Aires, los verdes superaron a los rojos. Entre los primeros, se destacaron **TXAR (+3,1%), CEPU (+3,0%) y EDN (+2,6%)**, mientras que las mayores pérdidas estuvieron en **YPFD (-1,6%), LOMA (-0,8%) y TRAN (-0,6%)**. En el exterior, los ADRs también mostraron más subas que bajas. La mejor performance fue protagonizada por **DESP (+5,0%), EDN (+4,6%) y CEPU (+4,1%)**, mientras que, en la esquina contraria, **BIOX (-1,1%), VIST (-0,5%) e YPF (-0,3%)** estuvieron al frente de las pérdidas.

El Merval rompió la barrera de los US\$1.400

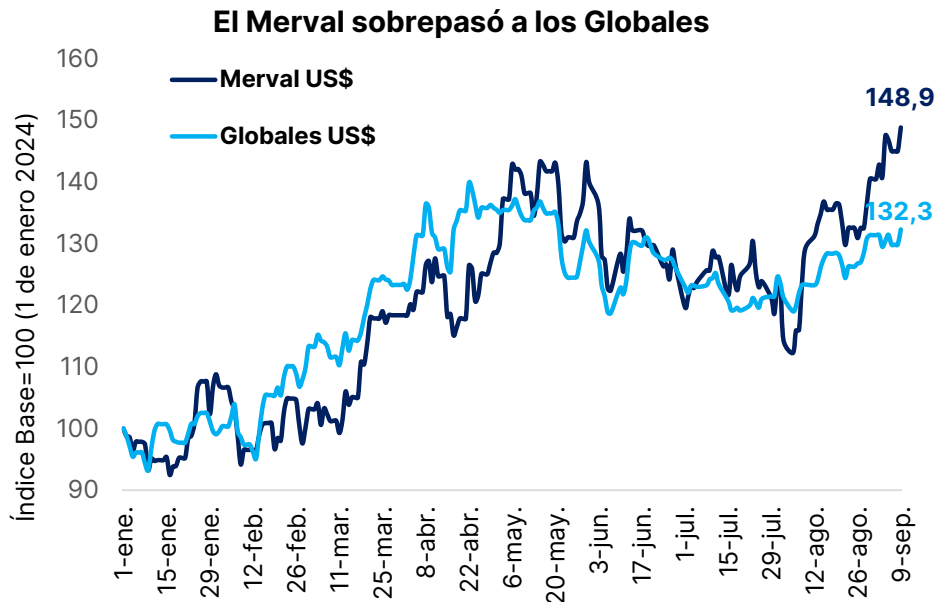


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval le sacó varios cuerpos de distancia a la deuda. Si bien agosto fue un buen mes para los Globales (y septiembre muestra algún traspié), no es comparable al impresionante rally que tuvo la renta variable local. El 2 de agosto, el rendimiento del Merval era 7 puntos porcentuales menor al de los bonos, al tiempo que un mes después, no solo se invirtió, sino que **el Merval aventaja en 16,6 pp. a la deuda en rendimientos en lo que va de 2024.**

¿Cuáles son los factores que explican estos movimientos? Más allá del mejor clima internacional del último mes, **algunos Bancos de Inversión globales comenzaron a poner el ojo en los activos argentinos.** Algunos mencionaron la posibilidad de una recategorización de Argentina de país *standalone* a emergente, en conjunto con la mejora de sus calificaciones y *price targets* para algunos ADRs. A su vez, **la temporada de balances puso de manifiesto los buenos resultados de las compañías argentinas**, incluso de aquellas que operan en los sectores más afectados por la caída de la actividad. Por último, se sostiene que parte de **los flujos del blanqueo podrían invertirse en renta variable.** Si bien esto es cierto, es probable que el mayor flujo esté canalizado a otros instrumentos, principalmente de renta fija, como ONs, Bopreales e incluso bonos soberanos.

Con estos rendimientos sobre la mesa, **surge la pregunta de si no llegó el momento de rotar de renta variable a renta fija y sacar provecho de las ganancias.** En términos de riesgo país, las acciones comienzan a parecer caras vistas en clave histórica. De cualquier manera, seguimos sosteniendo que, en el largo plazo, y estabilización macro mediante, es el sector que más tiene para ganar. Ahora bien, para el corto plazo, preferimos aferrarnos a la máxima que sostiene que equipo que gana no se cambia.



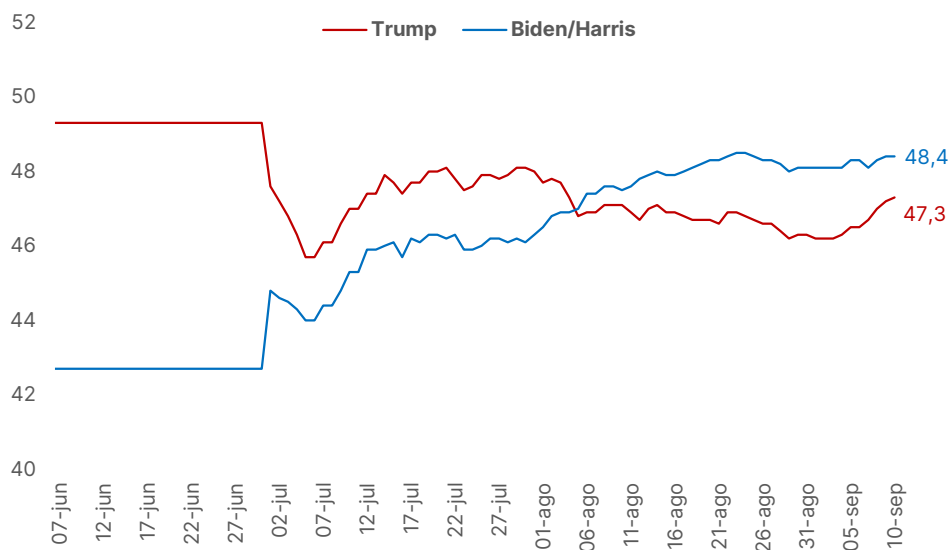
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Trump y Harris se enfrentan en un debate presidencial decisivo

Donald Trump y Kamala Harris se enfrentarán por primera vez en el debate presidencial de cara a las elecciones del 5 de noviembre. El evento, tendrá lugar en Filadelfia, Pensilvania y comenzará a las 22 hs de Argentina. Organizado por la ABC, el debate podrá verse en vivo en América Latina con traducción simultánea a través de DNews.

El reemplazo de Joe Biden por Kamala Harris fue una jugada acertada del Partido Demócrata, que ahora encabeza en las encuestas. **El promedio de sondeos sitúa a Harris como la candidata favorita de los estadounidenses, superando a Trump con un 48,0% frente a 47,3%.** Aun con mayoría simple, el escenario parece totalmente abierto de cara al 5 de noviembre. Esto es aún más cierto al observar las encuestas por Colegio Electoral. Recordemos que en Estados Unidos no se gana por mayoría simple del voto popular, sino a través del Colegio Electoral, donde cada estado asigna un número de electores que luego votan según el resultado en su estado. En este sentido, **Trump es el favorito en los "swing states", clave para ganar la elección. Así, obtendría 281 votos electorales frente a 257 de Harris.** Esto le permitiría ganar las elecciones a pesar de no tener mayoría simple, como ocurrió en 2016, cuando Hillary Clinton ganó la mayoría simple del voto popular con un 48,2% frente al 46,1% de Trump, pero Trump ganó el Colegio Electoral con 304 votos frente a 227 de Clinton, y, por lo tanto, la presidencia.

Evolución del promedio de las encuestas (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

Diego Ian 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

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@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.