

12 de septiembre de 2024

Daily Mercados

ppi

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

Licitación del Tesoro: nuestro *view* sobre las nuevas emisiones

El MECON adjudicó \$6,99 billones habiendo recibido ofertas por un total de \$7,24 billones. Recordemos que los vencimientos alcanzaban la suma de \$6,97 billones. Una cifra desafiante. Observando las tasas de colocación, **el Gobierno prefirió incrementar el rendimiento de los títulos ofrecidos con respecto a las referencias del secundario para hacer frente a los pagos de esta oportunidad**. En detalle, estimábamos que las tasas se emitirían en el orden de 3,7% para las LECAPs más cortas y 3,8/3,9% para las largas, y salieron entre 7 20bps por encima de lo que esperábamos.

Resultado de la licitación del Tesoro

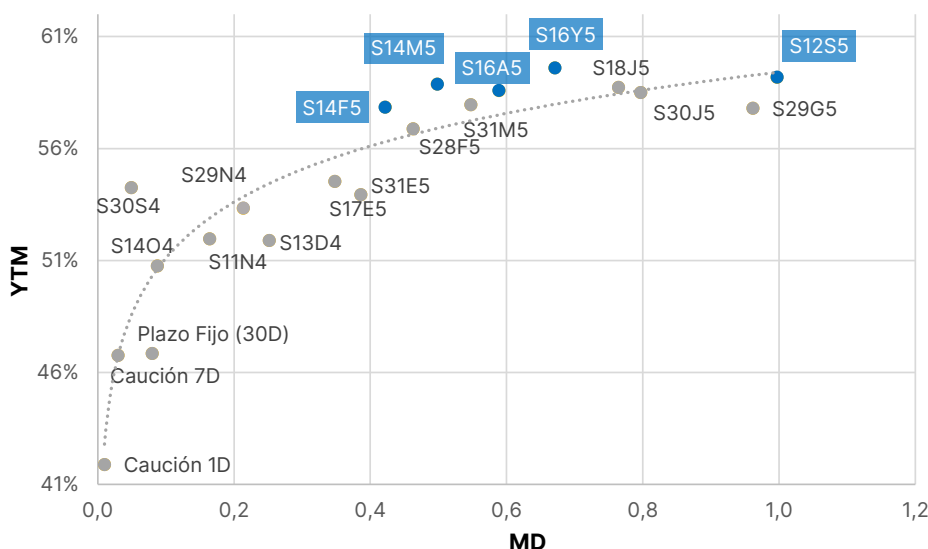
Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
LECAP (S13D4)	13/12/24	1.923.682	2.184.533	3,75% (1)
LECAP (S14F5)	14/02/25	1.246.301	1.246.301	3,90% (1)
LECAP (S14M5)	14/03/25	608.909	608.909	3,9% (1)
LECAP (S16A5)	16/08/25	995.916	995.916	3,9% (1)
LECAP (S16Y5)	16/05/25	717.552	717.552	3,95% (1)
LECAP (S12S5)	12/09/25	828.692	828.692	3,95% (1)
BONCER (TZXM5)	31/03/25	194.283	235.082	5,56% ***
BONCER (TZXM6)	31/03/26	130.195	153.370	8,7% ***
BONCER (TZXM7)	31/03/27	23.879	23.497	10,48% ***
Total Licitación (P\$ Mill.)				6.993.853
Vencimientos (P\$ Mill.)				6.970.429
Resultado (+/- AR\$ Mill.)				23.424

(1) Tasa efectiva mensual capitalizable ***Spread sobre CER

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

Como se hizo costumbre, **la mayor parte de lo capturado fue destinado a tasa fija** (94,1% de lo licitado). Este punto continúa jugando a favor de la desindexación del stock de la deuda. Una particularidad que vale la pena mencionar es que, en el tramo corto de los instrumentos del menú no se llegó a los montos máximos establecidos. A favor del gobierno, se sigue incrementando la vida promedio de la deuda en pesos emitida por el Tesoro. **La próxima licitación del Tesoro será el 24 de septiembre donde Finanzas enfrentará el remanente de los vencimientos del mes** (\$7,26 billones).

Curva soberana tasa fija post licitación

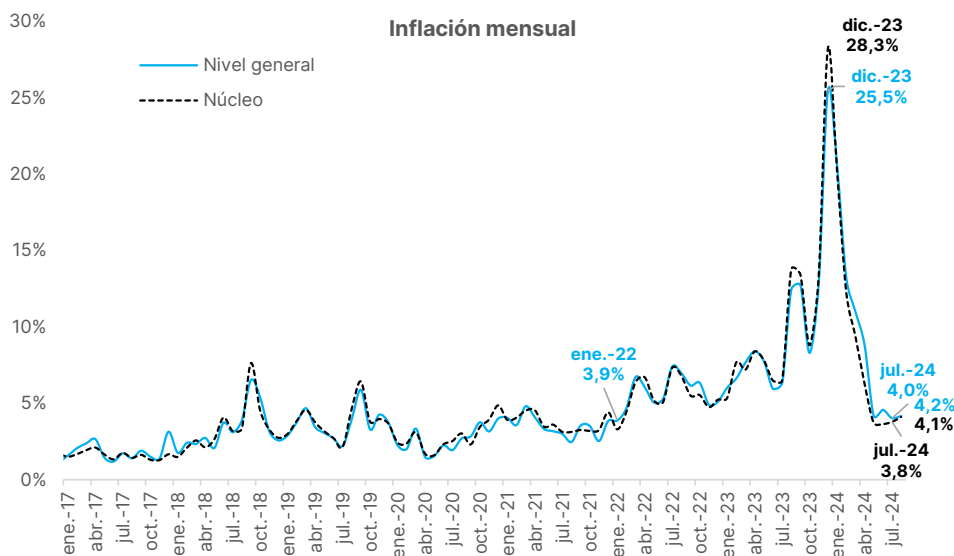


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La inflación parece haber encontrado su piso

La inflación aceleró en el margen de 4% a 4,2% en agosto. El dato sorprendió. Tanto el REM como el mercado y el BCRA (presentación de Werning el viernes pasado en IAEF) esperaban que desacelere a 3,9%. No obstante, Caputo había anticipado que estaría en torno a 4%, tal como ocurrió. La inflación **se mantuvo por cuarto mes consecutivo en torno a 4%, por lo que continuó mostrando cierta rigidez a la baja tras el descenso abrupto desde el 25,5% de diciembre.** La inflación *core* también sorprendió. Tras tres meses estancada en 3,7%-3,8%, **aumentó a 4,1%**, bastante por encima del 3,5% esperado por el REM.

La inflación aceleró levemente en agosto

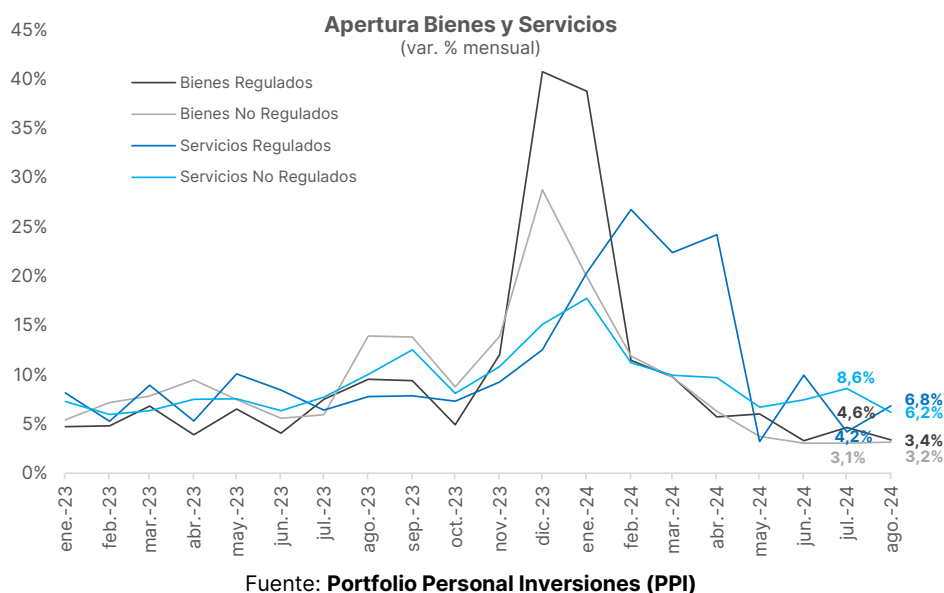


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿Qué hay detrás de la inflación de agosto? Otro mes más los servicios *laggearon* a los bienes. **Los bienes se mantuvieron estables en 3,2%, mientras los servicios viajaron a 6,5% frente a 6,4% en julio.** Los **servicios regulados** se vieron afectados por los incrementos que hubo en transporte público (+11,4%). Así, **escalaron de 4,2% a 6,8%**. En tanto, **los servicios no regulados midieron 6,2%**, al extenderse la recomposición relativa respecto a la fuerte suba de los bienes no regulados de diciembre y enero. La recuperación del salario real da espacio a que esto siga sucediendo. En conclusión, los servicios superaron nuevamente a la inflación general y contribuyen a ponerle un piso a la posible desinflación.

Por otro lado, los bienes mantienen la convergencia al *crawling peg*. Viajaron en línea con las tasas *forwards* mensuales de futuros de dólar (en torno a 3,3/3,8% para los próximos meses). En particular, **los bienes regulados marcaron 3,4% en agosto y los no regulados**, que son los que pueden ser influidos a través del ritmo de devaluación, **3,2%**.

Los servicios le ponen un piso a la desinflación



Mirando la inflación desde otra óptica, agosto fue un mes “bendecido” en términos de precios estacionales. **Cedieron de 5,1% en julio a 1,5%.** En cambio, **los regulados treparon de 4,3% a 5,9%** en un mes en el que sobresalió la mencionada suba de transporte público y tarifas de electricidad y gas que subieron 5,7% en conjunto.

Septiembre posiblemente traiga mejores noticias. **La baja del impuesto PAÍS sin devaluación compensadora tendría su correlato en la inflación.** Este *one shot* permitiría llevar el nivel de precios un escalón más abajo, pero no modificaría su velocidad. Romper el umbral de 4% sigue viéndose desafiante. Cavallo ya había advertido meses atrás de que la inflación se encontraría con una barrera difícil de quebrar o inercia (descongelamiento de precios regulados e indexación). Los analistas del REM también compartían este *view*, pero preveían que ese nivel fuera más cercano a 3,5% que 4%.

En este contexto, toma sentido **nuestra preferencia por instrumentos CER 2024 por sobre las LECAPs cortas.** Como habíamos mencionado en nuestro [Daily](#) del 10/09, **nos parecía que los breakeven de inflación habían quedado relativamente bajos para las proyecciones privadas de corto plazo.** Consideramos que la inercia inflacionaria y los ajustes de precios regulados pendientes (al menos para no profundizar los atrasos) le ganan parcialmente la pulseada a la baja del impuesto PAÍS en el corto plazo.

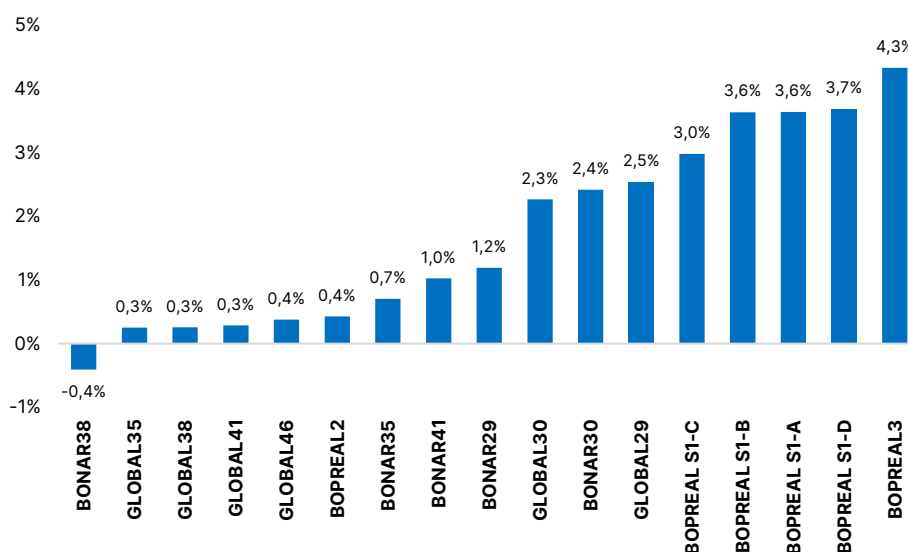
Breve repaso de la deuda en dólares

A contramano de sus pares emergentes (ETF EMB +0,3%), los Globales exhibieron leves retrocesos ayer. Descendieron entre 0,1% y 0,3% ubicando su precio promedio ponderado por *outstanding* en US\$49. Como es costumbre en las últimas jornadas, la excepción estuvo en el tramo corto. El GD29 cerró levemente positivo (+0,2%).

Así las cosas, **en lo que va del mes, el GD29 y GD30 lideran las subas por un amplio margen,** acumulando 2,5% y 2,3%, respectivamente. Por otro lado, el tramo más extenso de la curva solo trepó entre 0,3% y 0,4% en el período. **Esta dinámica también se extiende a la deuda soberana emitida por el Banco Central,** pues los BOPREALes superaron a los Globales más extensos.

El interés por parte del mercado está claramente en los instrumentos de corta *duration*. ¿A qué se debe este comportamiento? **Creemos que el flujo proveniente de las cuentas CCERA se centró en los instrumentos cortos.** Entendemos que los inversores que recientemente participaron en el blanqueo de capitales buscan maximizar el flujo de pagos en el menor plazo posible. Después de todo, podríamos esperar que estos nuevos actores, que antes tenían “los dólares debajo del colchón”, tengan un sesgo conservador a partir del cual prioricen cuidar el capital por sobre maximizar rentas.

¿Efecto Blanqueo?
(variación precio *clean* MTD)



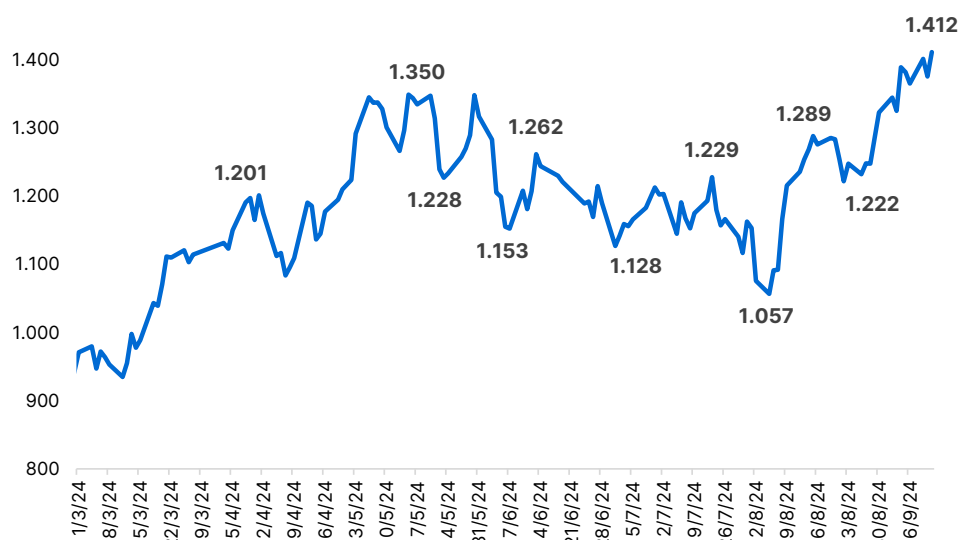
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Se extiende el rally

El buen clima se extendió en el Merval y volvió a romper máximos. **Ayer, subió 2,6% y se ubicó en US\$1.412.** Tan solo dos días atrás, había roto la barrera de los US\$1.400, pero retrocedió este martes para tomar impulso y volver a avanzar. En pesos, la suba fue de 2,7% y tipo de cambio se mantuvo prácticamente *flat* (+0,1%).

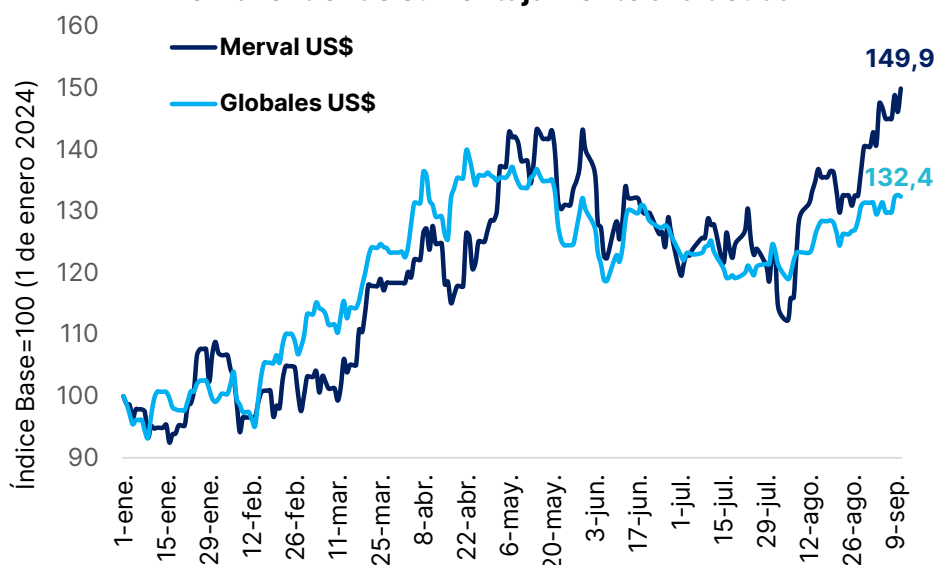
En la bolsa de Buenos Aires, el panel líder se tiñó de verde y las subas más importantes estuvieron en **CEPU (+6,3%), EDN (+6,0%) y TGNO4 (+5,2%)**. Solamente **IRSA (-0,3%)** cerró en terreno negativo. En el exterior, los ADRs también tuvieron una buena jornada. Se destacaron **CAAP (+7,1%), CEPU (+6,4%) y EDN (+5,7%)**, al tiempo que únicamente **BIOX (-1,2%)** terminó la jornada en rojo.

El Merval alcanzó US\$1.412

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

Ampliando sobre el Merval, pasan los días y continúa sacándole ventaja a la deuda soberana en dólares. Protagonizó un rally impresionante desde aquel lunes negro a principios de agosto y volvió a ponerse por encima de los rendimientos de los Globales. Así, **acumula ganancias en dólares por 49,9%**, mientras que los bonos quedaron relegados con un incremento del 32,4%. Además, en ediciones anteriores del Daily, mencionamos que comienza a parecer caro en términos de riesgo país, lo que podría significar una buena oportunidad para rotar los activos. No obstante, **no quita el pie del acelerador y sigue rompiendo máximos**.

El Merval extiende su ventaja frente a la deuda

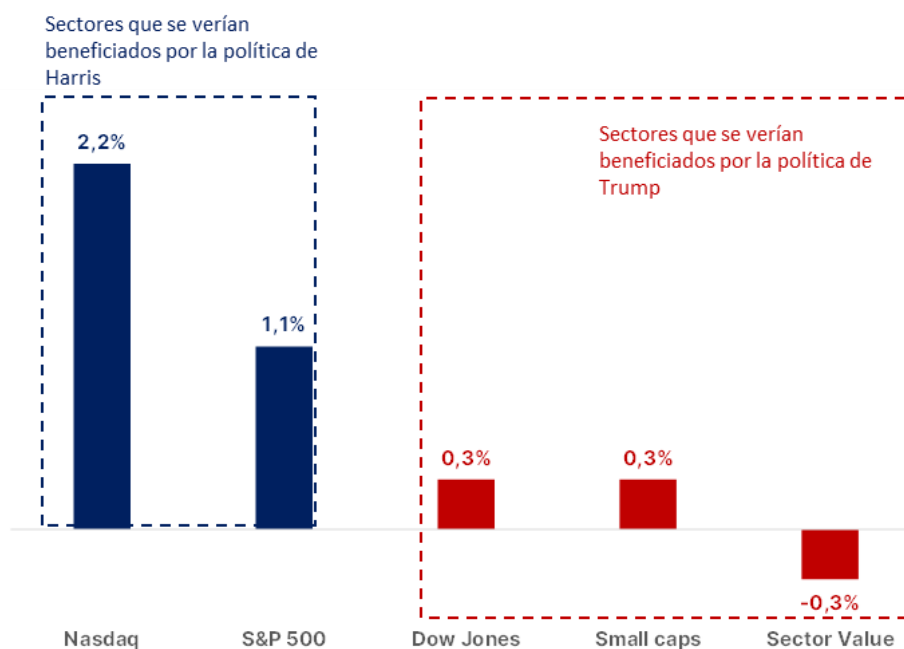
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**¿El *equity* reaccionó al debate y los bonos al IPC?

Kamala Harris ganó el debate presidencial o al menos eso indicaron las casas de apuestas. La reacción del mercado ayer parece confirmarlo. La sólida respuesta de algunos sectores, como el

tecnológico, no se debe tanto a sus propuestas positivas, sino más bien a la percepción negativa sobre las de Donald Trump.

En cuanto a la política fiscal, Harris propone subir el impuesto a las ganancias a 28%, mientras que su contrincante busca reducirlo a 15%-20%. Sin embargo, el foco parece estar en la política comercial: ella aplicaría aranceles selectivos a productos tecnológicos chinos, mientras que Trump propone un arancel general de 60% a toda la mercadería proveniente del país asiático. Así, **sectores como el tecnológico, con grandes cadenas de valor alrededor del mundo (incluyendo China), tuvieron una buena performance** tras la aparente victoria de la candidata del partido demócrata. Por un lado, **el Nasdaq y el S&P 500 subieron 2,2% y 1,1%**, respectivamente. En cambio, los sectores favorecidos por medidas proteccionistas y la baja de ganancias no corrieron la misma suerte. **El sector industrial (Dow Jones) y las *small caps* (Russell 2000) avanzaron apenas 0,3%, mientras que las empresas *value* (IVE) retrocedieron 0,3%.**

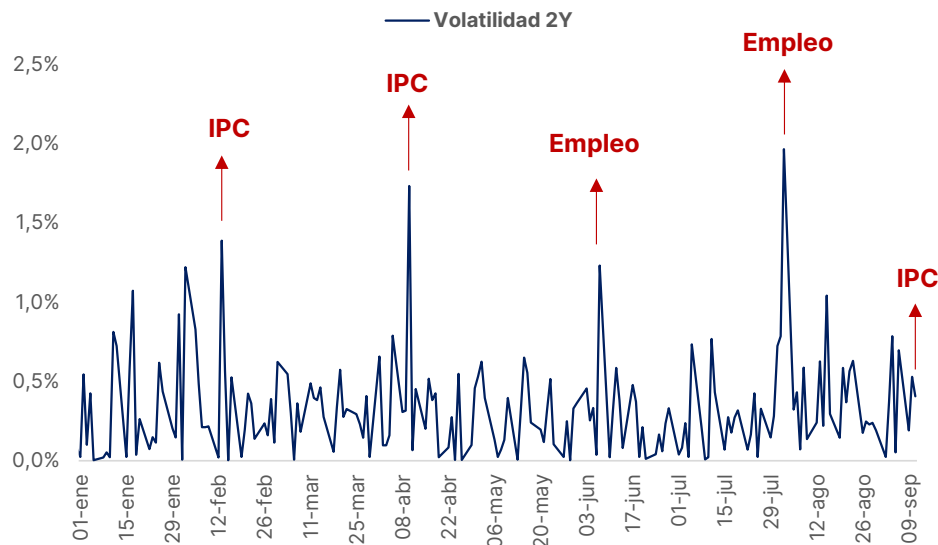
Reacción del mercado al debate presidencial (ayer)



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

En paralelo, **la renta fija reaccionó tímidamente a la sorpresa negativa del dato de inflación de agosto**. De hecho, la volatilidad implícita en la tasa de *Treasuries* a 2 años sugiere que el mercado está prestando mayor atención al reporte de empleo que a la inflación (ver gráfico abajo). En este contexto, los rendimientos de los *Treasuries* subieron a lo largo de toda la curva. **Los de mayor duración (tasa a 10 años) aumentaron 2 pbs hasta 3,66%, mientras que los de menor plazo (tasa a 2 años) lo hicieron en 5 pbs hasta 3,64%**. Así, el *spread* entre ambas puntas comprimió a -1 pb.

Evolución de la volatilidad (2Y)
(2024)



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.