

27 de noviembre de 2024

# Daily Mercados

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

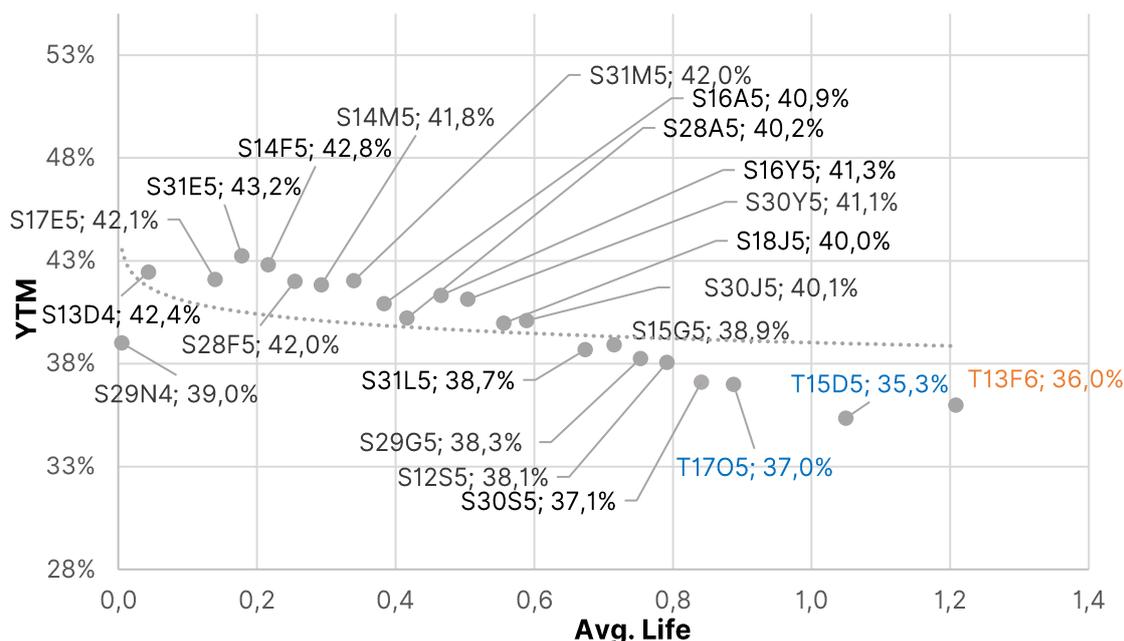
### Licitación del Tesoro, ¿qué está pasando en el mercado de renta fija?

Hoy se llevará a cabo la anteúltima subasta del año en la cual el MECON enfrenta vencimientos por \$5,2 billones. **Dentro de los títulos destacados que el equipo de Finanzas ofrece, tenemos tres instrumentos a tasa fija** (recordemos que en las últimas dos licitaciones este instrumento estuvo ausente). El Tesoro licitará una reapertura de la LECAP con vencimiento el 16 de mayo de 2025 (S16Y5) y el BONCAP al 17 de octubre del mismo año en conjunto con un nuevo BONCAP más largo (13 de febrero de 2026; T13F6). Este último será, hasta el momento, el instrumento a tasa fija con mayor plazo emitido durante la administración actual. Por otro lado, la entidad ofrece reaperturas de dos BONCER cero cupón con vencimiento en marzo y octubre de 2026 (TZXM6 y TZXO6).

Más allá de que la performance del tramo largo de la curva de tasa fija en las últimas jornadas no fue la más optimista, **este segmento se mantiene como uno de nuestros favoritos dentro del universo de pesos**. En este contexto, las LECAPs con vencimiento en septiembre de 2025 (S12S5 y S30S5) y el BONCAP a octubre del mismo año (T17O5) exhibieron un incremento en sus TEM de entre +10 y +20 puntos básicos en las últimas siete ruedas. Creemos que, finalizada la licitación de hoy, **debería retomarse la compresión en los rendimientos en la parte larga de la curva por lo que la pendiente negativa de la curva podría profundizarse**. Recordemos que nuestros clientes tendrán tiempo para participar en la subasta hasta las 13hs.

#### Curva de tasa fija LECAPs y Boncaps

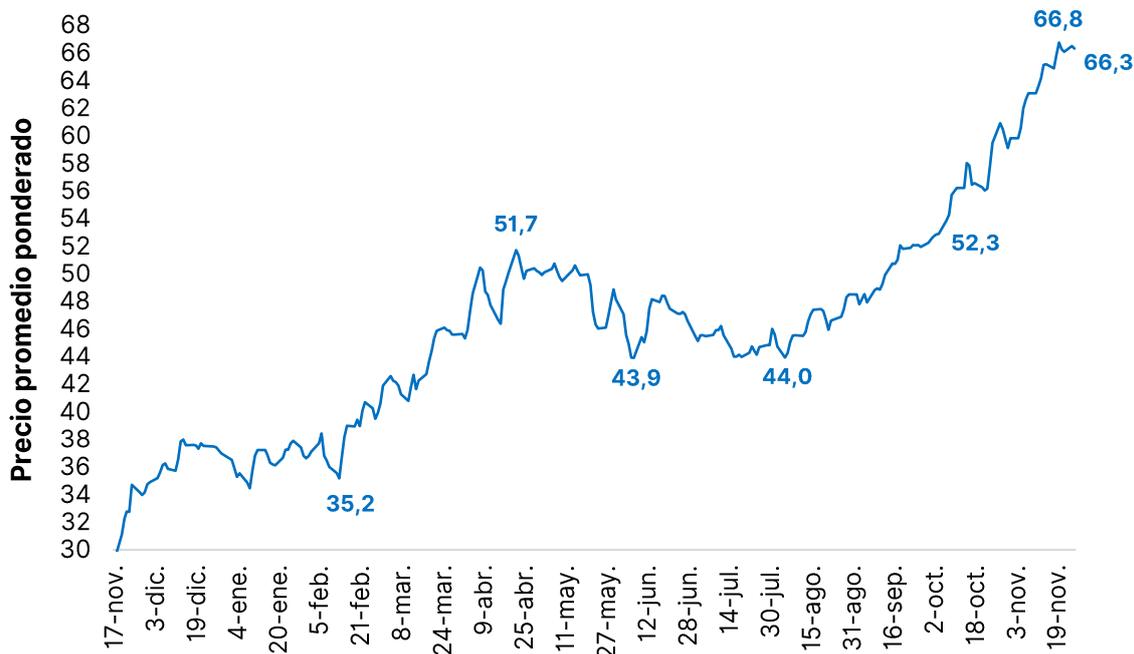
(TF136 asumiendo tasa de corte de 2,6% TEM)



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

Por otro lado, en el universo de deuda en dólares, **los Globales no lograron extender el avance del lunes**. La deuda soberana *hard dollar*, que había iniciado la semana con buen humor (+0,6%), retrocedió este martes al recortar entre 0,2% y 0,6%. Así, su precio promedio ponderado por *outstanding* terminó en US\$66,3 (-0,3%).

## Evolución del precio promedio ponderado de los Globales

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

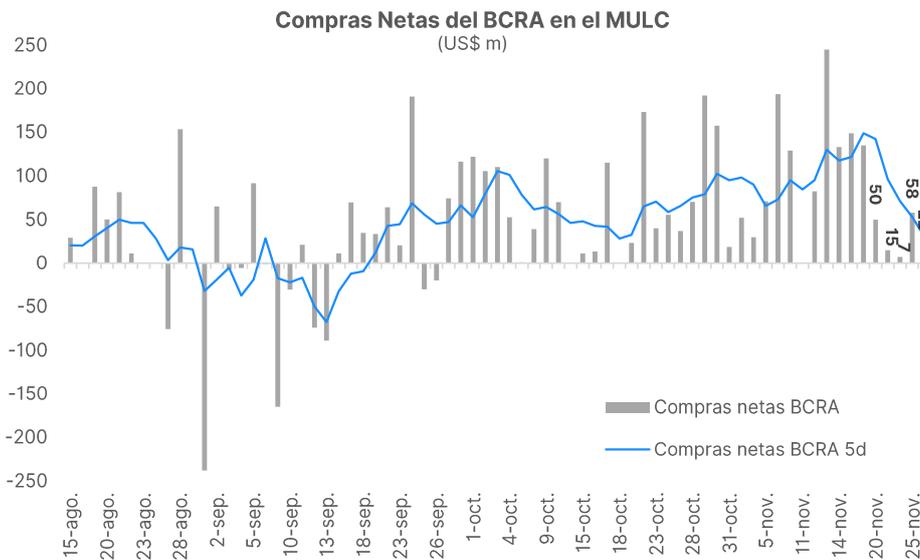
Cabe mencionar que **la jornada fue difícil para el segmento de deuda emergente/frontera**: el ETF EMB, compuesto por bonos de alto riesgo, luego de arrancar la semana con optimismo, recortó 0,14% ayer. Esto sucedió en un contexto donde las tasas de los Treasuries estuvieron mixtas este martes (la tasa a 10 años sumó 2bps y la de 2 recortó en la misma magnitud. Así, el spread de nuestros bonos frente a la curva de *Treasuries* descendió 6 puntos básicos, hasta 751.

**El BCRA suaviza el ritmo de compras y dejan de caer los depósitos en dólares**

El BCRA sostiene la racha compradora. Ayer adquirió US\$22 millones en el MULC y elevó su seguidilla a 40 rondas ininterrumpidas. Es más, si obviamos dos pequeñas ventas -de US\$30 millones y US\$20 millones el 25 y 26 de septiembre, respectivamente-, esta racha se extiende a 49 ruedas. Así, el banco central acumula compras por US\$1.372 millones en lo que va de noviembre y por US\$3.466 millones desde que comenzó este proceso, el 16 de septiembre.

**Si bien es innegable la buena *performance* del BCRA, también es notoria la disminución en sus montos diarios de compras en las últimas sesiones.** En este sentido, la media móvil de cinco días cayó de US\$149 millones el martes pasado a solo US\$30 millones ayer. Esta última cifra es el peor desempeño de la autoridad monetaria desde que empezó su racha compradora, al excluir los US\$28 millones del 18 de octubre, que pertenecen a una semana "ensuciada" por un feriado en EE. UU. La merma en las compras estaría asociada a mayores pagos de importaciones. Recordemos que el BCRA estableció, desde el 21 de octubre, el acceso a 30 días al MULC para todos los bienes importados cuyos plazos de pago fueran superiores ([Comunicación "A" 8118](#)). En esta línea, el promedio móvil de cinco días de la demanda privada pasó de US\$72 millones el 19 de noviembre a US\$145 millones ayer.

### El BCRA desacelera significativamente su ritmo de compras



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

Por otro lado, tras ocho ruedas consecutivas de caída de los depósitos en dólares, con un promedio diario de US\$125 millones, el drenaje se detuvo. El viernes 22/11 solamente bajaron US\$2 millones. Cabe destacar que desde el 1° de noviembre, fecha en la que comenzaron los retiros de la prórroga de la etapa 1, la caída acumulada trepa a US\$1.418 millones. Ahora, con esta última noticia positiva, el stock de depósitos del sector se encuentra en US\$33.182 millones, aún US\$229 millones por encima del récord de US\$33.411 millones de la gestión de Macri. Hoy por la tarde conoceremos los movimientos del lunes 25/11, lo que nos ayudará a determinar si hay un cambio de tendencia. Es relevante que se detenga la sangría de los depósitos para maximizar la capacidad prestable en dólares de los bancos, lo que genera oferta en el MULC y da lugar a las compras del BCRA. Con un escenario financiero más que alentador, entendemos que el freno en la caída debería estar cerca.

### ¿Los depósitos en dólares del sector privado frenaron el goteo?



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

### El stock de depósitos en USD aún se encuentra por encima del récord de Macri



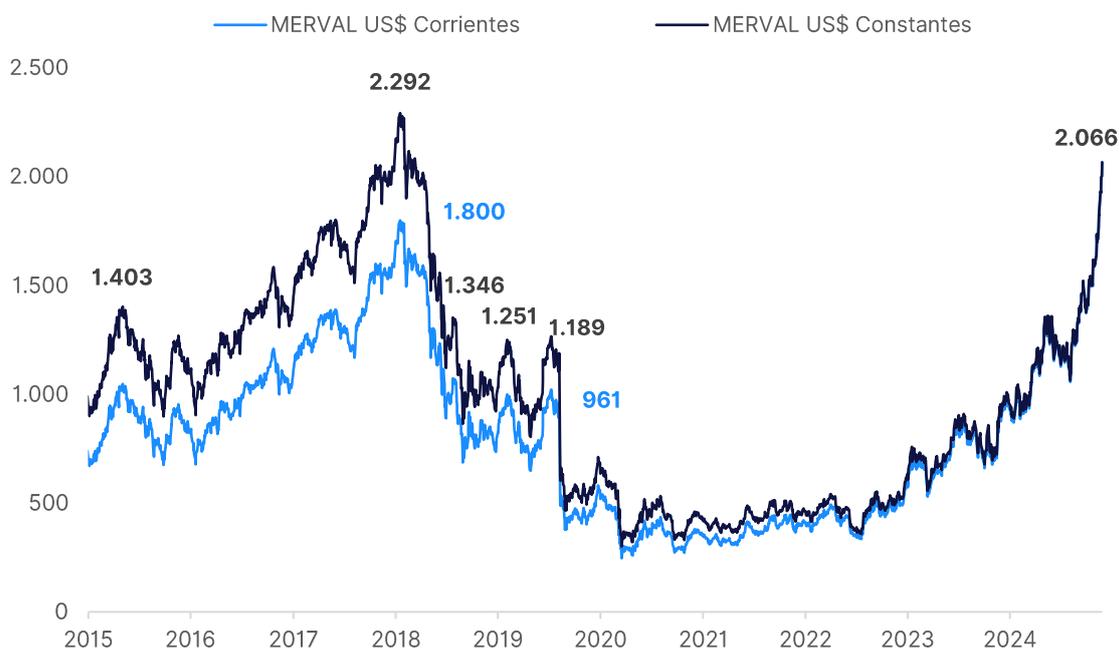
### El Merval imparabile

**Ya se hizo costumbre: el Merval rompió un nuevo máximo.** El índice de acciones argentinas volvió a cerrar una rueda en verde en este imparabile rally que, a partir de agosto, se aceleró notablemente. **Ayer, subió 3,2% para alcanzar US\$2.066**, el nivel más alto desde el 13 de marzo de 2018 en términos constantes.

Nuevamente, las acciones que componen el panel líder en la bolsa local terminaron teñidas de verde. En particular, fue un gran día para los bancos con **SUPV (+6,6%), BMA (+3,6%), BBAR (+2,6%) y GGAL (+2,4%)** entre los papeles más destacados. Merece también una mención **LOMA (+4,0%)**, que se quedó con el segundo lugar en el podio de la jornada. Del otro lado, **CEPU (-1,6%), TGNO4 (-1,3%) y TGSU2 (-1,1%)** registraron las bajas más marcadas. En el exterior, los ADRs argentinos también se destacaron. **BIOX (+6,5%), SUPV (+4,9%) e IRS (+4,6%)** mostraron la mejor performance de la rueda, mientras que **VIST (-3,5%), CEPU (-0,4%) y TGS (-0,1%)** fueron las únicas que terminaron en terreno negativo.

Ampliando sobre el índice, resulta llamativa la verticalidad con la que subió en los últimos meses. Tan solo en noviembre creció 29,0%. Más atrás en el tiempo, desde aquel "lunes negro" a nivel global, el 5 de agosto, trepó 95,5% y en el año lleva acumulada una ganancia de 119,4%. De esta manera, se acerca a sus máximos históricos. Recordemos que los US\$1.800 de enero de 2018, actualizados por la inflación en dólares, representan US\$2.292 a precios de hoy. Es decir que **el Merval tendría que trepar 11% más para superar su mayor marca histórica**. Si se extiende la dinámica que mostró en noviembre, podría hacerlo en pocas ruedas. Incluso, si las perspectivas positivas se extienden, no descartamos que se alcance un nuevo máximo histórico, puesto que muchas empresas del índice se transformaron radicalmente en los últimos años y son más valiosas que en aquel entonces.

### El Merval cada vez más cerca de su *all time high*

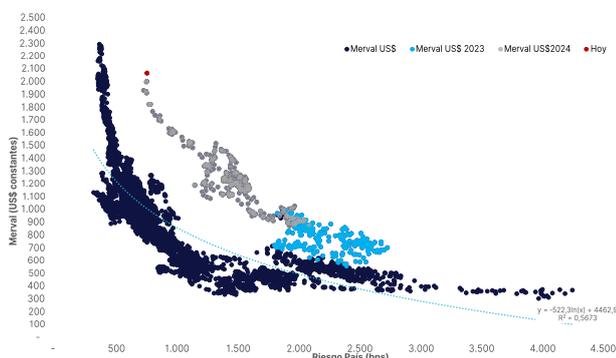


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Más allá de la cercanía con el *All Time High (ATH)* resulta interesante poner en comparativa el Merval con otros activos. Tal como realizamos en otras oportunidades, podemos tomar los datos para los últimos dos años y observar la relación entre el spread que paga la deuda soberana por sobre los *Treasuries* y el índice de acciones. **Un Merval en US\$2.066 se condice con un riesgo país más cercano a los 600 puntos que a los 751 actuales. Esto puede ser una señal de que quedó relativamente sobrevaluado.**

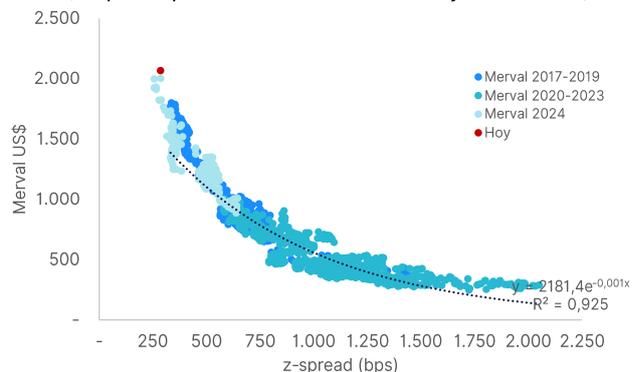
No obstante, como hemos señalado en otras ocasiones, tomar al soberano como referencia de los corporativos quizás no es la mejor idea. Por ello, para moderar el error del análisis, **tomamos de referencia el premio que pagan los bonos corporativos por sobre los Treasuries norteamericanos**. Creemos que esto brinda una imagen más realista de la percepción de riesgo sobre las empresas argentinas. En este sentido, **el índice también parece sobrevaluado en términos relativos**. Mirando las ONs de YPF y Pampa Energía con vencimiento en 2027, el z-spread promedio se encuentra en 285 puntos básicos, lo que se condice con un índice en US\$1.478. Sin embargo, también hay que señalar que cuando el Merval alcanzó su último ATH en 2018, el z-spread mínimo de ambas compañías rondaba los 300 puntos básicos, lo que luce coincidente.

### Merval vs EMBI+



### Merval vs z-spread corporativo

(z-spread promedio entre YPFDAR27 y PAMPAR27)



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

**Más allá del análisis relativo, cabe tener en cuenta las limitaciones del mismo.** Tanto los bonos soberanos como los corporativos tienen un límite de apreciación, mientras que las acciones no. Actualmente, ambos spreads de crédito se encuentran en niveles en los que seguir disminuyendo requerirá de tiempo y resultados. En esta línea, las transformaciones estructurales y los desarrollos en petróleo y gas no convencional apuntan en la dirección correcta, y ello podría explicar los premios exigidos a las compañías del sector energético. Concluyendo, **si bien a partir de este análisis general pareciera que el Merval está sobrevaluado, al poner la atención en los ratios de valuación individuales no vemos demasiadas sorpresas por fuera del sector bancario**. Ello señala también que las acciones argentinas han estado *tradeando* a ratios sumamente atractivos durante muchos años, por lo que el análisis generalista lógicamente devuelve valores bajos del Merval por cada punto de EMBI o z-spread que se contraiga.

### ¿Cómo afecto el anuncio del secretario del Tesoro a las expectativas de inflación?

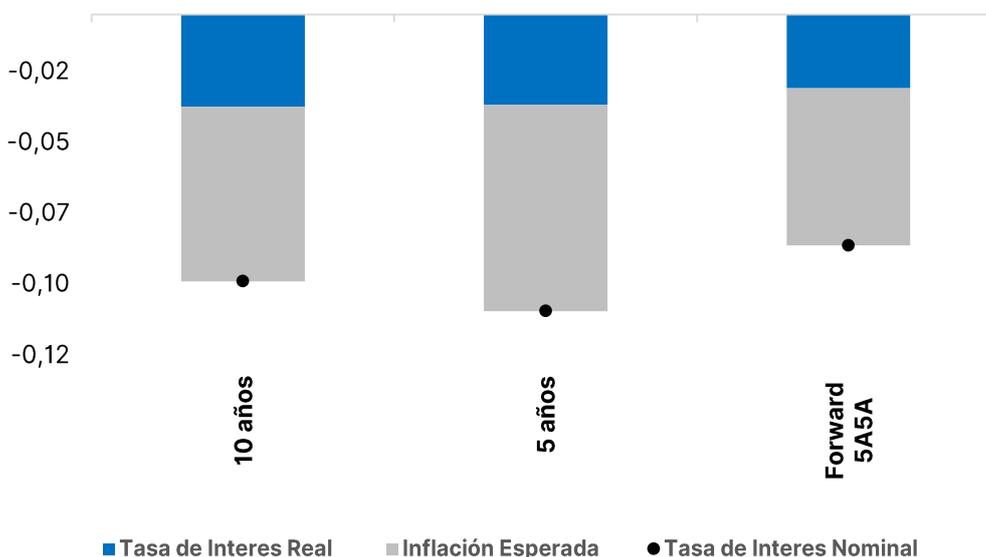
El viernes por la noche, Donald Trump eligió al *macro hedge fund manager* Scott Bessent como su secretario del Tesoro. Desde entonces, la tasa a 10 años de los *Treasuries* (10Y) recortó 14 pbs, pasando de 4,4% el viernes a 4,26% hoy.

**Trazando un paralelismo con Argentina, Bessent vendría a ocupar la figura de Caputo.** Ambos tienen un perfil *practitioner*, con experiencia previa en los mercados financieros y no en la academia o la administración pública. Representan la voz de la cordura frente a perfiles presidenciales disruptivos y polémicos. En su caso, Bessent aconsejó a Trump implementar una política orientada a déficits fiscales del 3%, un crecimiento del PBI del 3% (impulsado por la desregulación) y el equivalente a 3 millones de barriles más producidos por día. Un programa que, *a priori*, tendría un tinte heterodoxo, muy distinto al que planteaba el presidente electo en campaña.

**Esta nueva dirección abre nuevos interrogantes.** Si bien la comparación con Caputo es útil en ciertos aspectos, lo cierto es que ser secretario del Tesoro en Estados Unidos es distinto a ser ministro de Economía en Argentina. En el país del norte, los presupuestos provienen del Congreso. En particular, en la Cámara de Representantes, la mayoría republicana es extremadamente ajustada. Tener visión, valentía y audacia no es suficiente para recortar gastos, también se necesitan votos. Hasta acá no mencionamos al dólar. En parte, el plan económico que plantea Bessent implicaría un dólar débil. En el caso de Argentina, el presidente del BCRA es el ex socio de Caputo, Santiago Bausili. Esto no quiere decir nada en particular, pero seguramente ayuda a la coordinación de políticas. En cambio, en Estados Unidos, Powell será presidente de la Fed al menos hasta mayo de 2026. Aunque tampoco está claro qué significaría un cambio en la presidencia de la Fed, incluso si Trump pudiera elegir a un sucesor ahora mismo.

**Más allá de los detalles, el mercado respalda la nueva dirección y lo que representa una pieza clave como Bessent.** En este sentido, la compresión de las tasas a largo y mediano plazo se vio impulsada por una menor expectativa de inflación futura. La inflación *breakeven* (BE) a 10 años retrocedió 6 pbs (solo 3 pbs corresponde al descenso del componente real). En el mediano plazo, la inflación BE a 5 años bajó 7 pbs. En este punto vale la pena preguntarnos: ¿qué es la *forward* a 5 años a 5 años (5A5A)? Es un instrumento financiero derivado utilizado para medir las expectativas del mercado sobre la tasa de interés nominal promedio durante un período de 5 años, que comienza dentro de 5 años. En este sentido, la inflación BE a 5A5A es clave para observar si la autoridad monetaria logra mantener las expectativas de inflación ancladas, ya que en los primeros 5 años la inflación puede verse afectada por distintos *shocks*. Ahora que lo sabemos, esta métrica también comprimió 6 pbs desde el viernes pasado.

**Descomposición del movimiento de los Treasuries**  
(2D; desde el 22/11)



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

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy  
[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

### **Pedro Morini**

Strategy Team Leader  
[pmorini@portfoliopersonal.com](mailto:pmorini@portfoliopersonal.com)

### **Natalia Denise Martin**

Analyst  
[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

### **Martín Cordeviola**

Analyst  
[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

### **Emiliano Anselmi**

Chief Economist  
[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

### **Melina Eidner**

Economist  
[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

### **María Solana Cucher Fajans**

Economist  
[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

### **Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Gerardo Stvass**

Analyst  
[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@portfoliopersonal.com)

### **Lautaro Casasco Herrera**

Analyst  
[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

### **Damián Lucas Vlassich**

Equity Analyst  
[dvlassich@portfoliopersonal.com](mailto:dvlassich@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Delaney**

Intern  
[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@portfoliopersonal.com)

[www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com)

✉ [consultas@portfoliopersonal.com](mailto: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. |