

28 de noviembre de 2024

Daily Mercados

ppi

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

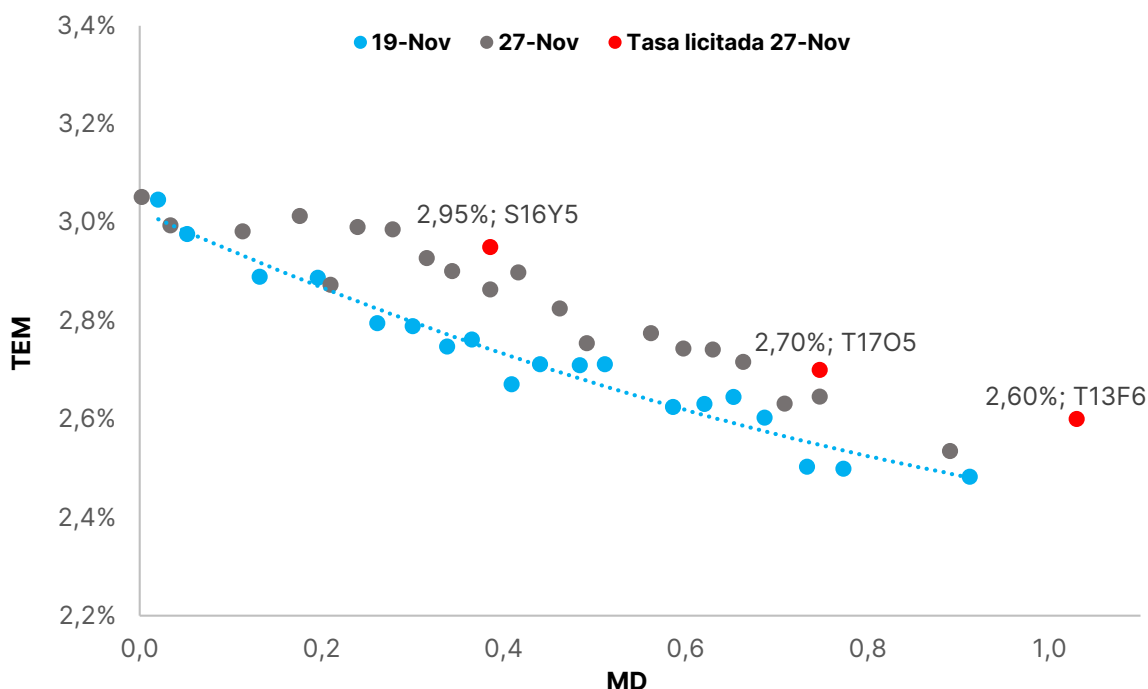
Resultado de la licitación del Tesoro

El MECON adjudicó \$5,81 billones en la última licitación de noviembre, habiendo recibido ofertas por \$6,58 billones. Como mencionamos, el Tesoro fue generoso en cuanto a las tasas, al ofrecer entre +10/+14 puntos básicos por sobre la referencia del mercado secundario antes de conocerse las condiciones de la subasta. Según mencionó Pablo Quirno en sus redes, esta colocación permitió estirar los plazos reduciendo los costos de refinanciamiento. A su vez, el excedente de \$1,59 billones será depositado en la cuenta del Tesoro en el Banco Central.

En concreto, se adjudicaron montos en todos los plazos licitados. Así, las tasas de corte fueron 2,95% y 2,7% de TEM para la reapertura de la LECAP de mediados de mayo y la BONCAP de octubre, respectivamente, y de 2,6% para le nueva BONCAP de febrero. Por su parte, las tasas de los bonos CER de marzo y octubre de 2026 cortaron en CER+8,2% y CER+8,5%, quedando levemente por encima del mercado secundario.

¿Hay espacio para que el tramo largo de la curva tasa fija comprima? Creemos que sí. A simple vista, e incluso sin mirar el resultado la licitación, las LECAPs (más largas) y BONCAPs exhiben un potencial interesante respecto a unas ruedas atrás. En concreto, las LECAPs de septiembre 2025 y la BONCAP de octubre 2025 reflejan TEMs de entre 2,55/2,65% en el mercado secundario, lo cual sitúa este rango entre 10/15 puntos básicos por encima de los niveles del 19 de noviembre. Desde nuestro punto de vista, creemos que la curva de pesos retomará la inversión negativa tras el ruido que generó la reintroducción de alternativas tasa fija en el menú de licitación. De ser así, el tramo largo tiene más espacio para comprimir. Si miramos el gráfico de abajo, queda en evidencia el premio otorgado por el Tesoro, en especial, para aquellos jugadores agresivo que alargaron *duration* hasta febrero 2026(T13F6).

Comparación de curvas tasa fija en pesos: hay espacio de compresión



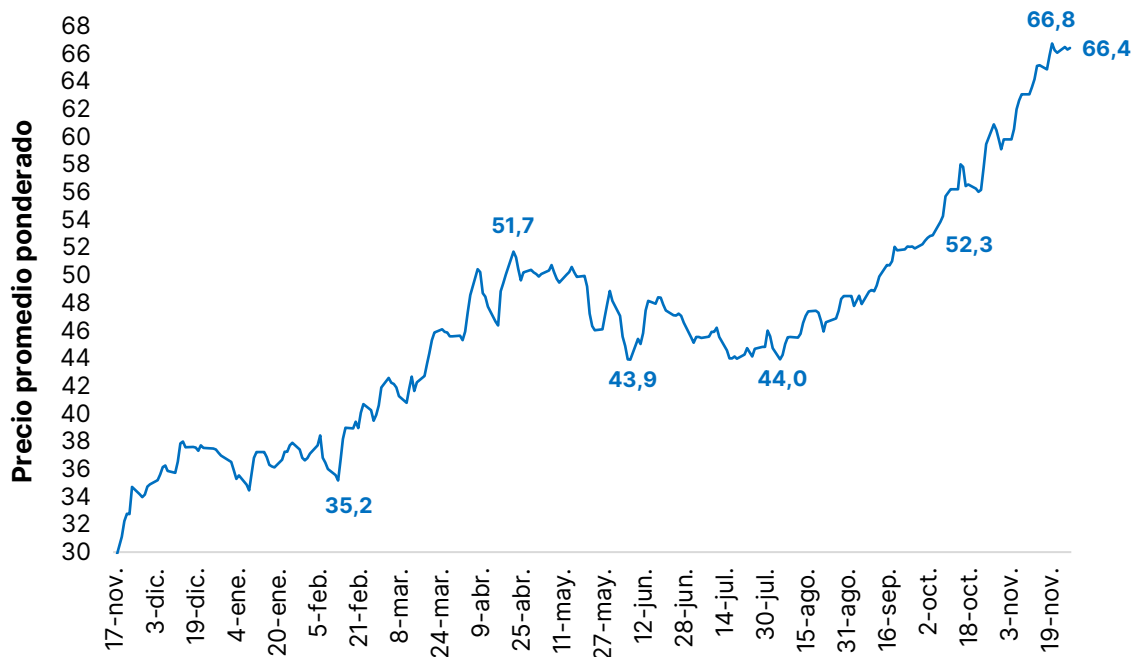
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por otro lado, **la última licitación se llevará a cabo el 11 de diciembre** (tendremos el cronograma el 9 de diciembre). En dicha oportunidad, el Tesoro enfrentará vencimientos aproximadamente por \$6,1 billones principalmente explicados por la LECAP a diciembre (S13D4).

Los Globales compensaron parte de las pérdidas de la semana

La deuda *hard dollar* local recuperó parte del terreno cedido esta semana. Ayer, registraron subas de entre 0,1% y 0,3% revirtiendo la performance WTD. En este sentido, los Globales avanzan entre 0,3% y 0,7% en el periodo (a excepción del GD46, que cae 0,3%), **llevando su precio promedio ponderado por *outstanding* a los US\$66,4, muy cerca de su máximo post reestructuración (US\$66,8 el 20 de noviembre).**

Los Globales se acercan a su máximo post reestructuración



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

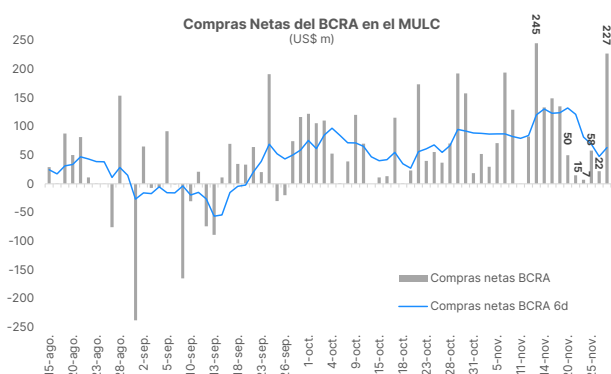
Ampliando la mirada hacia el exterior, **observamos que nuestros bonos alinearon su desempeño con el universo de deuda de mayor riesgo.** En este sentido, el ETF EMB, compuesto por bonos de mercados emergentes y fronterizos, inició la semana teñido de verde, sufrió un retroceso el martes, pero mostró una recuperación el miércoles. De esta forma, el ETF acumula un incremento de 1,14% en términos WTD, lo que permite calificar que la semana viene siendo positiva para el universo de deuda de mayor riesgo. En línea con esta tendencia, los Globales argentinos replicaron este comportamiento: su precio promedio ponderado aumentó 0,6% el lunes, se deslizó 0,2% el martes y registró un incremento de magnitud similar el miércoles.

Cabe resaltar que el desempeño de la deuda emergente/frontera esta semana esta favorecida por una caída en las tasas de los *Treasuries*. La referencia a 10 años comprime 14 puntos básicos mientras que la de 2 años hace lo propio en 15 puntos básicos. Si la tasa libre de riesgo desciende es probable que ciertos jugadores del mercado se vuelquen a estrategias de mayor riesgo en busca de retornos más elevados. **Esto se traduce en un mejor ánimo para el segmento de bonos de alto riesgo.**

Fuertes compras del BCRA y se garantiza el capital de enero

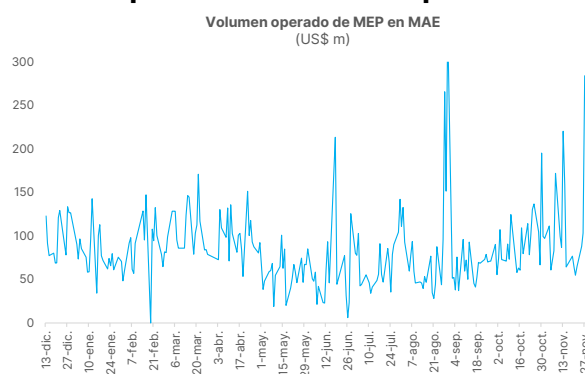
Ayer el Banco Central compró US\$227 millones en el MULC y extendió su invicto a 41 ruedas. Justo cuando creíamos que desaceleraba el ritmo de compras ([Daily de ayer](#)), adquirió el monto más alto desde los US\$245 millones del 13 de noviembre. De todas formas, se trataría más de un factor puntual que de un cambio en la tendencia. **Los US\$227 millones podrían explicarse por la liquidación de una colocación puntual de un corporativo.** Las ONs de YPF LUZ por US\$100 millones (que fueron integradas el 22/11) y la de Tarjeta Naranja por US\$179 millones (que fue integrada el 26/11), podrían ser los factores explicativos del inusualmente alto volumen en el MULC. Para tomar dimensión, el volumen operado en dólar MEP en MAE saltó de un promedio de US\$75 millones en las cinco ruedas previas a US\$284 millones este miércoles.

¿Desaceleración transitoria en las compras del BCRA?



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

El salto en el volumen operado podría indicar la liquidación de Ons corporativos



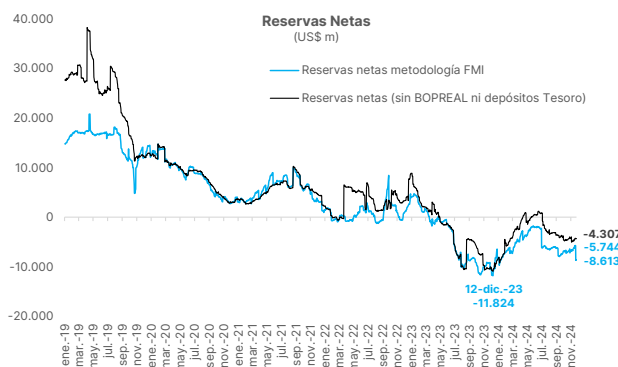
Por su parte, otra noticia ha sido confirmada: **el Tesoro compró los dólares necesarios para el pago del capital de los bonos con vencimiento en enero de 2025.** Los nuevos datos monetarios revelaron que el lunes (25/11) los depósitos en moneda extranjera del Tesoro en el BCRA aumentaron US\$2.812m. Tomando los depósitos del Tesoro en el BCRA como pasivo de corto plazo, las reservas netas cayeron desde -US\$5.746 millones el viernes pasado hasta -US\$8.613 millones ayer. Ahora, el nivel de reservas es comparable al de mediados de enero. Por el contrario, la medida menos ácida de netas, que no resta los vencimientos de BOPREAL a doce meses ni depósitos del Tesoro, no se vio afectada y se mantiene en -US\$4.307 millones.

El salto en los depósitos del Tesoro en BCRA confirma el pago del capital de enero



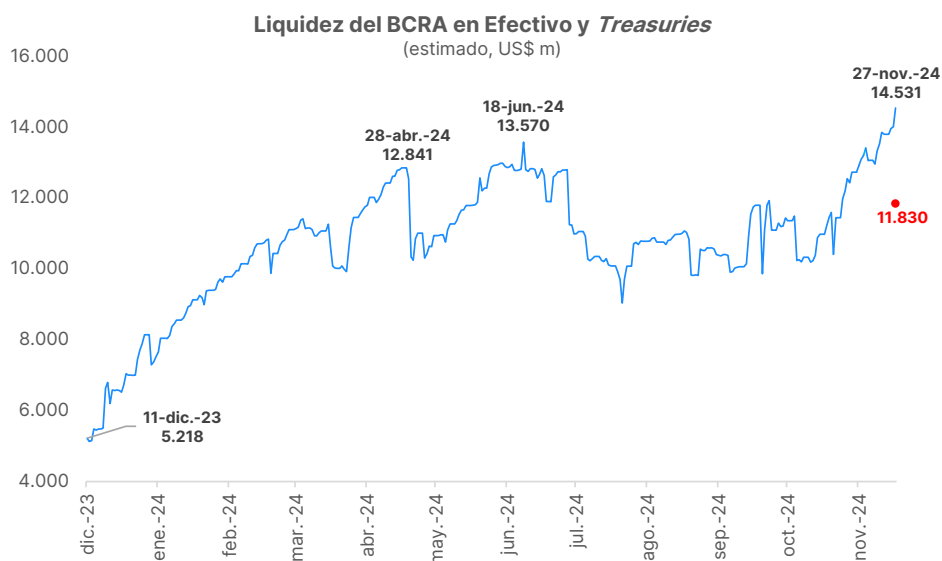
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La medida más ácida de RIN cae por la compra de dólares del Tesoro



Lo relevante, y que marca una diferencia con diciembre 2023 y enero 2024, es que la liquidez del BCRA. A ayer, **la liquidez alcanzó máximos de la Administración Milei al ubicarse en US\$14.531 millones** (estimados últimos dos días). Por el momento, la compra de los US\$2.812 millones no alteró a esta variable. Recién cuando el Tesoro decida transferir los dólares al BONY, la liquidez del Central se verá comprometida. Si esta transferencia se hiciera hoy, caería desde US\$14.531 millones hasta US\$11.830 millones. Mientras tanto, las compras en el MULC y el aumento de los encajes seguirán potenciándola.

La liquidez del BCRA está en máximos



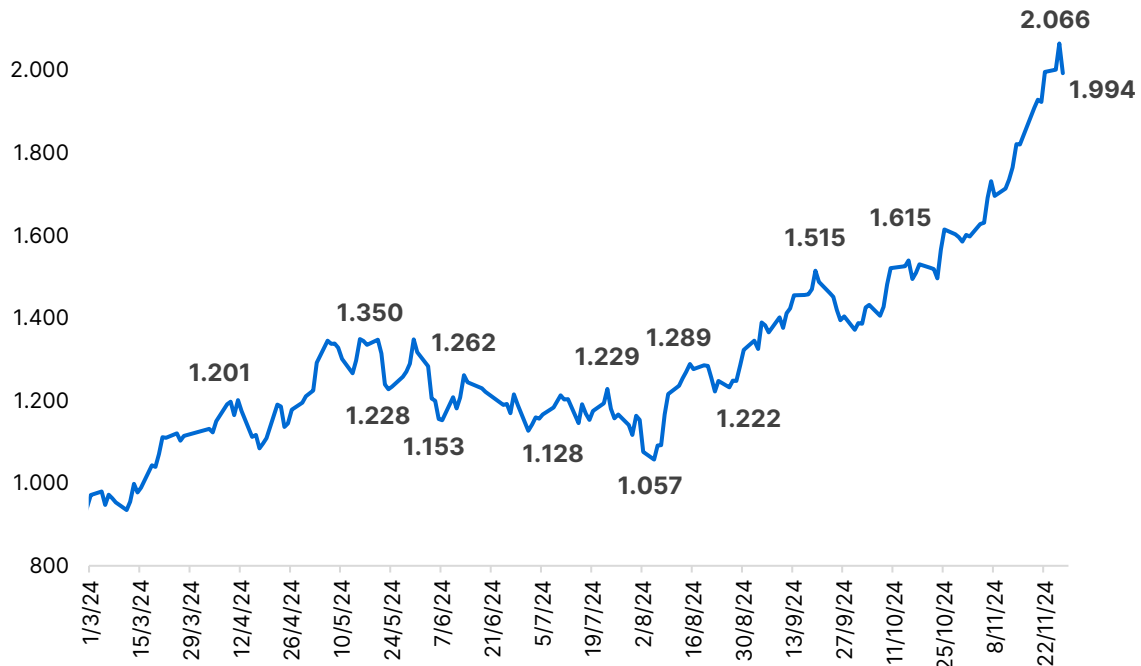
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Una pausa en la escalada del Merval

Llegó el ajuste. Ayer, el principal índice bursátil local quitó el pie del acelerador tras merodear por sus máximos históricos nominales durante varias ruedas. En concreto, **cayó 3,5%, quebrando a la baja la barrera psicológica de los US\$2.000 para finalmente aterrizar en US\$1.994**. Sin embargo, cabe destacar que este traspie no opaca el impresionante *rally* que viene mostrando el índice accionario. En lo que va de noviembre, acumula una suba de 24,5% en dólares.

Ampliando nuestro análisis, debemos mencionar que, **únicamente fueron tres las acciones dentro del panel líder que se mantuvieron al margen de las pérdidas: IRSA (+2,4%), TGSU2 (+1,2%) y TRAN (-0,5%)**. Por su parte, quienes encabezaron las mayores caídas fueron **COME (-6,4%), ALUA (-4,6%) y CRES (-4,4%)**. En el ámbito internacional la dinámica no fue distinta, con los principales índices de Wall Street registrando variaciones negativas (Nasdaq -0,85%; SPY -0,38% y Dow Jones -0,32%). Adicionalmente, si bien el ETF de emergentes subió 0,14%, no podemos evitar mencionar el día especialmente negativo que tuvo nuestro principal socio comercial, Brasil (EWZ -3,6%). De esta manera, **los ADRs mantuvieron el sentimiento negativo de las acciones locales**. Así, **CRESY (-3,8%), BBAR (-3,4%) y MELI (-3,3%)** se llevaron la peor parte. En cambio, **IRS (+0,7%), TGS (+0,6%) y PAM (+0,3%)** fueron las únicas que consiguieron mantenerse en terreno positivo.

¿Será que tropezón no es caída?



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

Ayer, tras el cierre de la rueda, se conocieron los resultados correspondientes al 3Q24 de Banco Macro. Con la presentación de la entidad bancaria, prácticamente se da por concluida la temporada de balances local. Ampliando sobre los resultados, **BMA informó ingresos por un total de \$829.155 millones en términos constantes, mostrando una desaceleración del 24,7% interanual en comparación con los \$1.101.464 millones alcanzados en 3Q23.** El descenso en los ingresos estuvo explicado principalmente por el menor resultado en cuanto a diferencia de cotización de oro y moneda extranjera, que pasó de \$735.665 millones en 3Q23 a solamente \$16.263 millones 3Q24. No obstante, debemos destacar la marcada recuperación experimentada por los ingresos netos por intereses, los cuales totalizaron \$569.131 millones (+163% qoq y +63% yoy). A esto también debemos sumarle un incremento de 7% yoy en el resultado neto por comisiones (\$117.808 millones vs \$109.667 millones). Adicionalmente, mostró una reducción del resultado por posición monetaria que pasó de -\$667.194 millones en 3Q23 a -\$283.895 millones en 3Q24, consecuencia de un menor nivel de inflación. Esto permitió que el banco lograra mostrar un beneficio en el período en cuestión. Así, **el resultado neto fue de \$91.321 millones y prácticamente triplicó la ganancia obtenida en el 3Q23 (\$23.210 millones). Además, también mostró una recuperación en relación con el trimestre previo donde registró un resultado neto negativo de -\$261.537 millones.** En síntesis, fue un buen trimestre para Banco Macro, que logró recuperarse de un mal 2Q24, el cual había sido impactado principalmente por el cambio de valuación en la tenencia de títulos públicos.

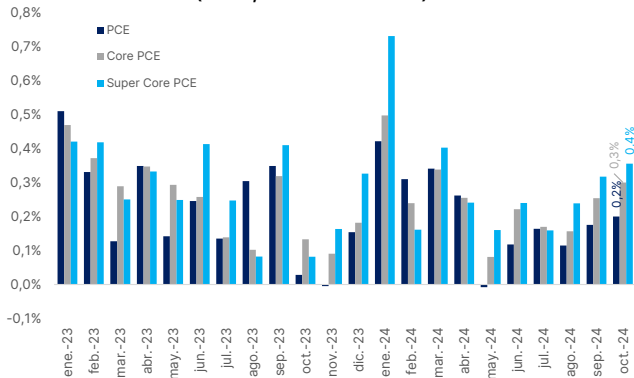
¿Cómo reaccionó el mercado a la lectura del PCE?

Semana corta en Estados Unidos por el Día de Acción de Gracias: hoy no operan los mercados en Wall Street y mañana operarán media jornada. Por esta razón, se acumuló la publicación de una serie de datos económicos ayer.

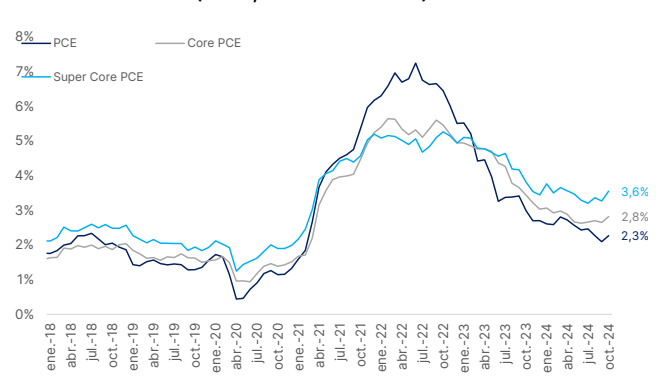
Por un lado, **la inflación PCE**, la medida favorita de la Fed por reflejar patrones de consumo más amplios y ajustarse de manera más dinámica al comportamiento de los consumidores, **no**

presentó sorpresas. La lectura general mostró un aumento mensual del 0,2% en octubre, mientras que la subyacente (*core*) creció 0,3%, ambas en línea con lo esperado y el dato de septiembre. En términos interanuales, la inflación PCE general se ubicó en 2,3% y la *core* en 2,8%. En paralelo, los ingresos crecieron 0,6% mensual, superando tanto las proyecciones como el dato de septiembre (ambos en 0,3%). Aunque el gasto empató las estimaciones de los analistas en 0,4%, se revisó al alza el dato de septiembre, de 0,5% a 0,6%.

Variación mensual del PCE
(s.e., 2017 = 100)



Variación anual del PCE
(s.e., 2017 = 100)



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

Al analizar estas cifras, podría pensarse que la Fed tiene más argumentos para moderar el ritmo de baja de tasas. No obstante, **la probabilidad que le asigna el mercado a que recorten la tasa en diciembre subió de 63% el martes a 70% ayer**, mientras que la tasa a 10 años de los *Treasuries* comprimó 6 pbs. ¿Por qué sucedió esto? **El efecto de los datos de actividad más que compensó al del PCE.** Si bien la tercera revisión del PBI para el tercer trimestre estuvo en línea con las expectativas (2,8%), el consumo se ubicó en 3,5%, por debajo del 3,7% anticipado. Además, se publicó el dato de órdenes de bienes durables de octubre -proxy de inversión-, que también quedó por debajo de lo previsto (0,2% efectivo vs. 0,5% esperado). Finalmente, las solicitudes continuas por desempleo alcanzaron 1.907 mil en la semana que concluyó el 16 de noviembre, superando las 1.892 mil pronosticadas por el mercado.

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

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@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

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Equity Analyst
dvllassich@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. |