

22 de enero de 2025

Daily Mercados

ppi

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

Canje de deuda en pesos: nuestra primera impresión

El Tesoro publicó las condiciones para un canje de deuda en pesos por una **canasta de nuevos instrumentos duales que pagarán el máximo entre tasa fija y tasa variable**. En concreto, la deuda elegible para el canje consta de once títulos con vencimiento en 2025 que se entregarán para recibir una canasta conformada en partes iguales por 4 instrumentos duales.

Los nuevos instrumentos, que tendrán vencimiento en 2026, pagan a vencimiento el capital y los intereses que surgen del máximo entre la capitalización de una TEM fija y una TEM variable construida en base a la tasa TAMAR. Recordemos que esta última corresponde a la tasa de plazos fijos mayoristas para colocaciones por arriba de los \$1.000 millones. Actualmente, esta última tasa se ubica cerca de 200 puntos básicos por arriba de la tradicional BADLAR (plazos fijos por arriba del millón de pesos). **La conversión se realizará este viernes (24 de enero) por adhesión.**

Primer canje en pesos del año

Títulos elegibles	VT Sector público (millones de pesos)	VT Sector privado (millones de pesos)	% PUBL	% PRIV
S16Y5	183.034	2.948.922	6%	94%
S30Y5	422.280	1.081.741	28%	72%
S18J5	99.203	1.870.635	5%	95%
S30J5	60.732	1.053.500	5%	95%
TZX25	-	3.875.319	0%	100%
S31L5	52.419	2.107.719	2%	98%
S29G5	24.438	1.275.566	2%	98%
S12S5	30.104	967.765	3%	97%
S30S5	36.873	1.067.023	3%	97%
T17O5	25.000	1.570.737	2%	98%
TX25	1.634.709	1.580.954	51%	49%

VT TOTAL hasta el 17/1 (en billones de pesos)	22,0	Canasta			
Vencimientos en 2025 (en billones de pesos)	107,1	TTM26	TTJ26	TTS26	TTD26
VT total sobre los vencimientos del año	20,5%	25%	25%	25%	25%

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

¿Qué conclusiones sacamos de la operación?

1.- La deuda elegible representa un monto total cercano a los \$22 billones hasta la última licitación (20,5% del total de vencimientos en 2025). Dado la magnitud de la operación y el momento del año, creemos que está destinada a limpiar los pagos en manos del sector público en el año. No obstante, nos llama la atención que el último bono dual de la época de Massa (TDE25) no esté metido en la operación dado que estimamos que el 70% del *outstanding* está en manos públicas.

2.- A priori, el canje y los nuevos instrumentos parecen interesantes. Representan una alternativa llamativa para estirar *duration* en la curva tasa fija con un rendimiento incluso ligeramente más atractivo (entre +10/15bps de TEM). A su vez, el inversor obtiene una "cobertura" ante una eventual suba de tasas por parte del BCRA (¿por una salida del cepo?) o una reducción de las tasas menos agresiva de lo esperado por el mercado. En otras palabras, el inversor captura una tasa fija más atractiva (respecto a los BONCAPs) a través de esta operación y "gana" la opcionalidad del flujo variable ("TAMAR") sin costo. Así, no nos sorprendería que el ratio de

aceptación sea bastante elevado (incluso por arriba del 11,7% de la deuda elegible en manos del sector público).

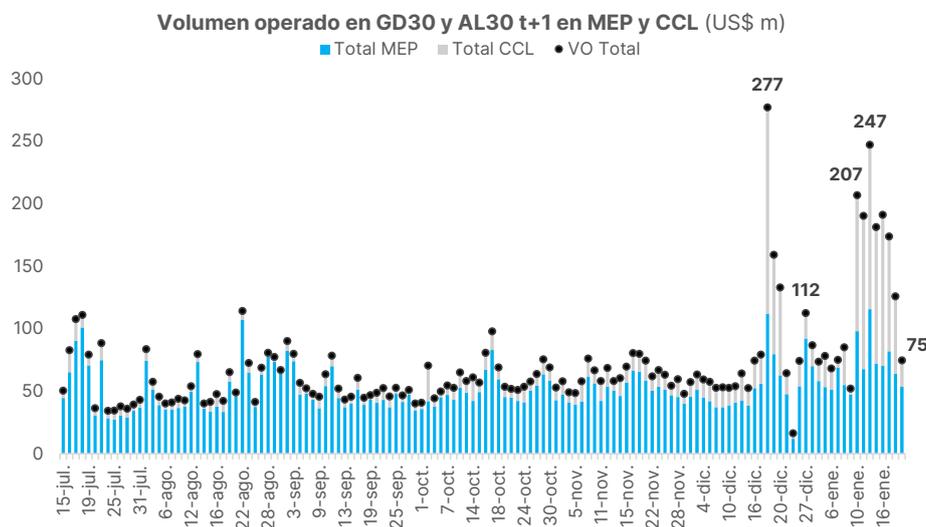
El BCRA intervino con más de US\$600 millones en enero

Vladimir Werning, vicepresidente del BCRA, confirmó en una [presentación](#) que brindó en Londres que el BCRA intervino en los dólares financieros en la segunda quincena de diciembre (en una [presentación en UTDT](#) había expuesto que hasta el 10/12 no se había intervenido) y lo que va de enero. **El BCRA utilizó US\$325 millones en diciembre y US\$619 millones en enero al 16/01 para contener la brecha.** A juzgar por el volumen operado en GD30 y AL30 T+1, la intervención en diciembre se habría concentrado entre el 18/12 y el 20/12 y en enero entre el 10/01 y el 16/01.

Destacamos que **el número publicado de enero no contempla las ruedas del 17/01 y 20/01, en las que el volumen operado se mantuvo en niveles atípicamente elevados.** Por ende, consideramos que la cifra definitiva de intervención en enero, que se publicará el 28/02 en el "Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario", podría ser algo mayor que la expuesta en la última presentación de Werning, incluso si el BCRA deja de intervenir en lo que resta del mes.

Más allá de conocerse la magnitud, lo relevante es que, **tras varias jornadas de intervención en los dólares financieros, ayer habría mermado.** El volumen operado en GD30 y AL30 T+1 recortó a US\$75 millones, en línea con el promedio de US\$72 millones diarios en enero al excluir el salto entre el 10/01 y el 20/01 (US\$188 millones diarios en promedio). En una rueda en la que la presencia oficial habría sido muy escueta o nula, el CCL cerró sin cambios en \$1.190 y el MEP cedió en el margen de \$1.166 a \$1.165 (-0,1%).

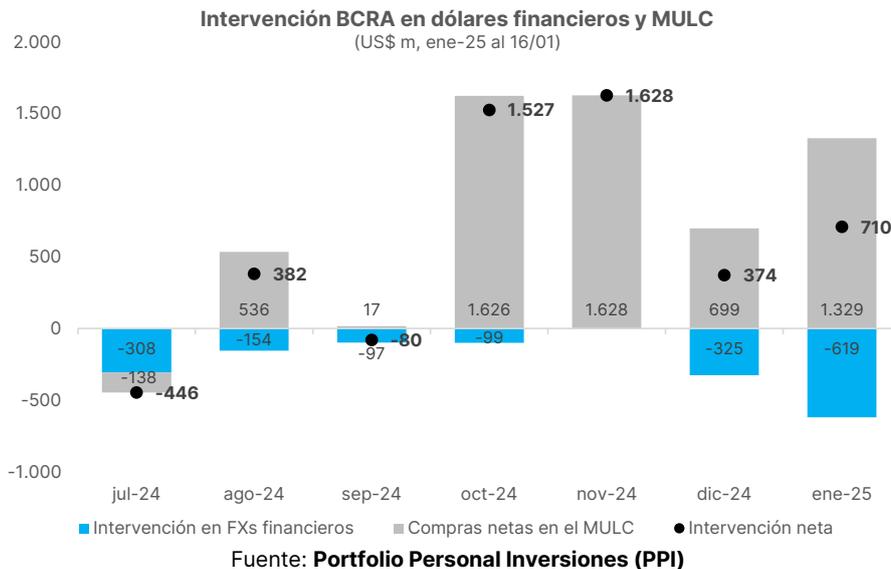
El volumen operado en GD30 y AL30 T+1 volvió a niveles típicos



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

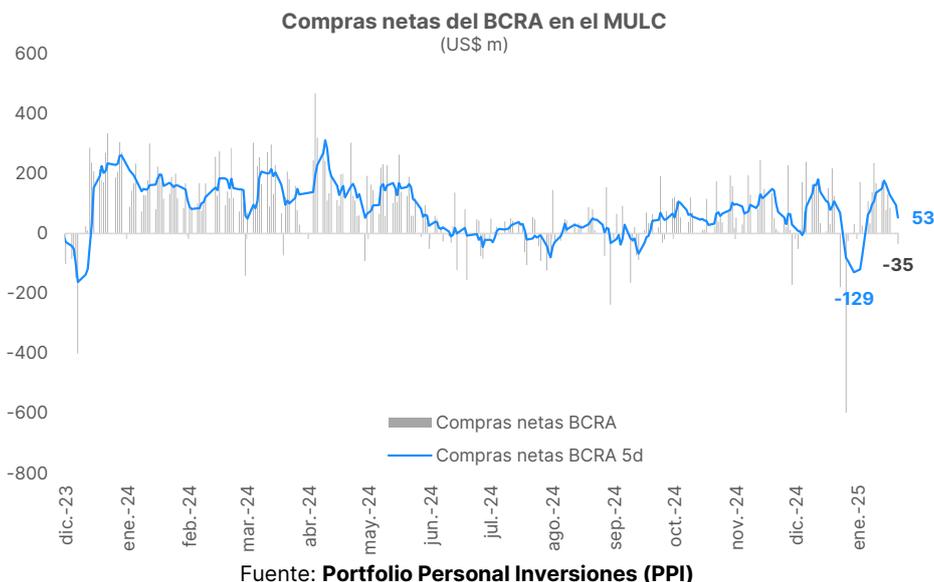
Otro dato importante que destaca Werning en su presentación es que **la intervención del BCRA en MEP/CCL es menor a las compras de divisas que realiza en el mercado oficial de cambios (MULC).** En definitiva, no pierde reservas en el neto. Para ejemplificar, entre el 02/01 y el 16/01, adquirió US\$1.329 millones en el MULC y utilizó US\$619 millones o casi 47% para contener la brecha. Tomando mayor perspectiva, desde que se anunció la esterilización de pesos el 13/07, el BCRA intervino con US\$1.602 millones al 16/01 y compró US\$5.697 millones en este período, por lo que en el neto quedó con un saldo positivo de US\$4.095 millones.

El BCRA compra más divisas en el MULC que las que utiliza para intervenir



Para cerrar, **ayer el BCRA vendió US\$35 millones en el MULC** en la primera jornada de la semana con referencia internacional. Así, rompió una racha compradora de catorce ruedas, en la que adquirió US\$1.549 millones. Destacamos que ayer tanto la demanda como la oferta privada más que se duplicaron, al trepar de US\$101 a US\$376 millones y de US\$103 a US\$341 millones, respectivamente. Consideramos que este salto podría estar relacionado a una normalización de los flujos tras el feriado en Estados Unidos, por lo que estaremos atentos a cómo se desarrolla la dinámica hoy.

El BCRA vendió en el MULC tras catorce compras consecutivas



La deuda en dólares argentina levanta cabeza

Luego del feriado del lunes en Estados Unidos, **la deuda en dólares argentina cortó con su caída ayer**. Como mencionamos en nuestros informes, observábamos una divergencia en el desempeño de nuestros Globales y el resto de los mercados emergentes/frontera. Los bonos en dólares

argentinos habían hilvanado cuatro ruedas consecutivas de descensos mientras que sus pares exhibían avances.

Sin embargo, planteamos estar atentos a la evolución de las siguientes ruedas, ya que **el martes sería la primera jornada donde podríamos evaluar el impacto de la asunción de Trump y sus declaraciones en el mercado**. Así, esta performance dispar se cortó ayer: **los Globales argentinos avanzaron entre 0,1% y 0,7%, en un clima favorable para los mercados emergentes** (ETF EMB avanzó 0,7%). De esta manera, nuestro riesgo país descendió 6 puntos básicos a 638pbs y el rendimiento promedio ponderado de los Globales volvió a comprimir hasta a 11%.



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

El Merval frenó el recorte

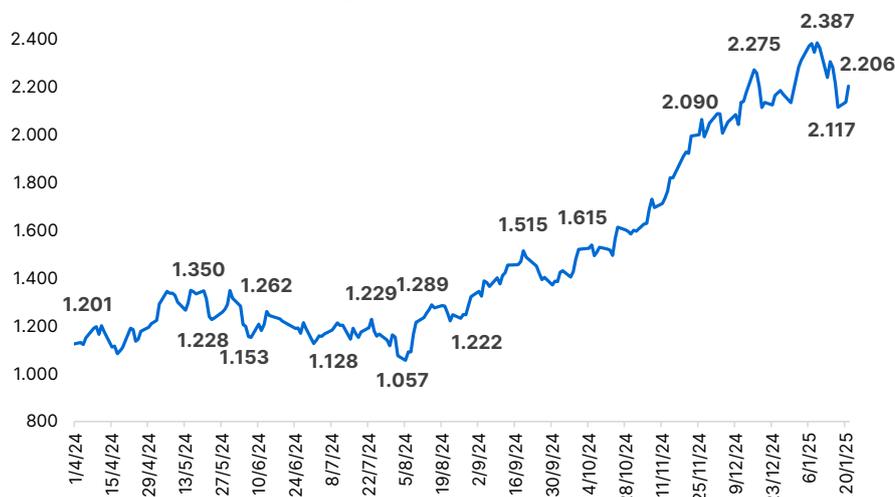
El principal índice de acciones argentinas puso un freno al fuerte recorte que venía experimentando desde su último máximo. **El lunes, sin operaciones en el exterior, sumó 1,0% y ayer, parecería ser que los inversores foráneos se sumaron al optimismo de los locales con un salto del 3,1%. De esta forma, el Merval cerró en US\$2.206**, 7,6% por debajo de los US\$2.387 alcanzados el 9 de enero, pero mostrando una suba de 4,2% en la semana.

En este contexto, el panel líder de la bolsa porteña se tiñó de verde con **CEPU (+8,7%), EDN (+6,3%) e IRSA (+5,7%)** al frente de las subas. Del otro lado, solamente **TXAR (-1,4%), ALUA (-1,1%) y TECO (-0,3%)** cerraron a la baja. En el exterior, el clima fue incluso mejor, pues los ADRs hicieron el *catch up* de la suba del lunes. Así, el podio ganador estuvo compuesto por **EDN (+9,2%)**, escoltada por **CAAP (+8,3%), y CEPU (+8,0%)**, mientras que **GLOB (-1,2%)** fue la única que registró pérdidas.

Como sostuvimos en nuestro [Informe de Perspectivas 2025](#), a pesar del impresionante rally del 2024, el Merval aún tiene espacio para seguir creciendo. Es más que conocido el potencial y la capacidad de generar valor del sector energético en general, con especial foco en [Vaca Muerta](#). A su vez, el crecimiento que podría tener el sector bancario, con el incremento del crédito, es considerable, sin embargo, gran parte ya estaría incluido en los precios (fueron las que mejor performance tuvieron en el 2024). A su vez, la recuperación económica y las necesidades de infraestructura pueden aportar a la recuperación del sector industrial y de materiales, aunque enfrenten dificultades por el aumento de costos y, en algunos casos, competencia del exterior.

En suma, el Merval aún tiene valor para mostrar, pero no con la magnitud y amplitud que mostró el año pasado. De aquí en más, para obtener rendimientos, la selectividad comienza a tener un rol clave.

El Merval puso un freno al retroceso



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

Wall Street le dio una cálida bienvenida a Trump

En la primera rueda tras la asunción de Trump del lunes, los principales índices bursátiles se pintaron de verde. El S&P 500 avanzó 0,9%, y el Nasdaq hizo lo propio al subir 0,6%. Mientras tanto, **el Dow Jones, referencia del sector industrial, y el Russell 2000 lideraron los avances tras aumentar 1,2% y 1,7%, respectivamente.** En sentido contrario, los rendimientos de los *Treasuries* retrocedieron y la tasa a 10 años (10Y) cortó 7 pbs, ubicándose en 4,56%, mientras que la tasa a 2 años (2Y) bajó 1 pb, hasta 4,27%. La compresión de la 10Y, sumado al tenue retroceso del DXY hasta los 108, generó un clima favorable para los mercados emergentes, lo que llevó al ETF EMB a subir 0,7%.

Del otro lado del globo, **China continúa atenta a las definiciones sobre lo que serían las nuevas negociaciones comerciales con Estados Unidos.** Por el momento, la administración de Trump comenzó a hablar de un 10% de arancel general a los productos chinos a partir de febrero, un número considerablemente menor al 60% que el presidente repitió durante la campaña electoral. Mientras tanto, el CSI 300 retrocedió 0,93%. Recordemos que Trump había dicho el lunes que planeaba imponer tarifas del 25% a las importaciones desde México y Canadá a partir del 1 de febrero. Sin embargo, lo concreto por el momento es el llamado a revisión de prácticas comerciales para el 1 de abril, lo que aún le puede dar margen de negociación a sus principales socios comerciales.

Por otra parte, **en las próximas semanas nos iremos adentrando cada vez más en la temporada de balances**, algo que también irá marcando el humor del mercado accionario más allá de los primeros pasos que dé Trump en el poder. En este sentido, **ayer Netflix presentó sus resultados y, en el pre-market, avanza 14%**, luego de que la compañía indique que terminó el año con una ganancia récord de suscriptores en el último trimestre del 2024.

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. |