

15 de enero de 2024

Perspectivas de la semana

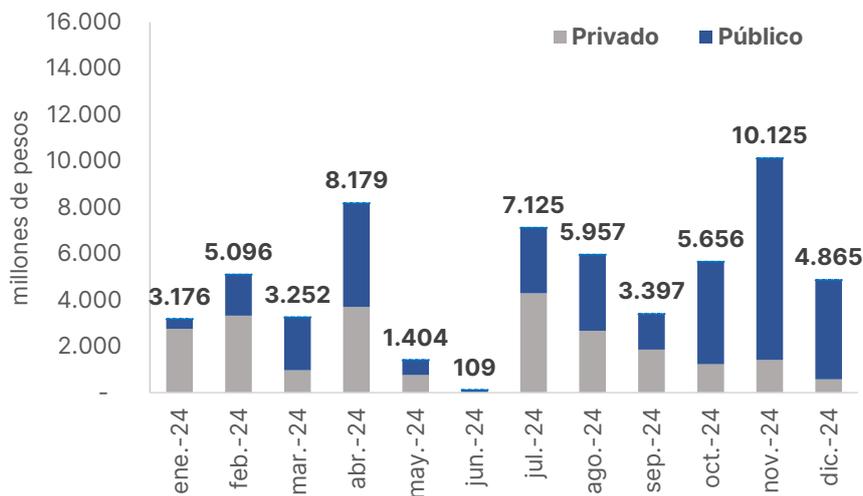
ppi

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

Llegaron las condiciones de la primera licitación del 2024

El viernes una vez cerrado el mercado, el Ministerio de Economía difundió las condiciones de la primera licitación del año. En esta oportunidad, Finanzas hará frente a vencimientos que según nuestras estimaciones rondan los \$3,2 billones. A su vez, pensamos que el 87,1% se encuentra en manos de privados.

Perfil de vencimientos de la deuda en pesos en 2024



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

Para encarar el año y los vencimientos de este mes, el MECON ofrece un menú compuesto 100% de instrumentos ajustados por inflación. De los tres títulos que componen la subasta, tenemos una nueva emisión de una LECER y dos reaperturas. Ampliando el detalle de los títulos, Finanzas ofrece la letra con vencimiento en febrero (X20F4) que el viernes previo a conocerse las condiciones de la subasta operaba a una TIR de -65,9%. Además, ofrecerá una nueva LECER (X20Y4) con vencimiento el 20 de mayo de 2024. Por último, el bono CER que caduca en noviembre del año que viene (TX25) que finalizó con una TIR de -38,2%.

Cabe mencionar que el contexto de la deuda en pesos es notablemente volátil, especialmente para la deuda ajustada por inflación. En primer lugar, al conocerse los datos de inflación de alta frecuencia y la inflación de CABA los bonos CER cayeron marcadamente readecuándose a este nuevo sendero de inflación. Luego de conocerse el dato final del INDEC, la deuda CER recibió la noticia con bajas, en especial, en el tramo más corto de la curva de rendimientos que es el más expuesto a los datos de corto plazo. Comentando otro factor que incide en la volatilidad, el aumento del dólar CCL afectó los retornos del carry trade por lo que es lógico que tenga una influencia negativa en el segmento. Por último, los rumores del swap de deuda de 2024 por nuevos instrumentos de maturities más extensa también afectó negativamente al tramo largo de la curva.

Clave: La semana pasada no fue una semana amena para la deuda en pesos, en especial los ajustados por inflación, debido a los factores mencionados. Dado este contexto, ¿dónde vemos valor en la licitación? A pesar de la corrección, las tasas de la curva siguen siendo ampliamente negativas y esto se extiende a toda la deuda en pesos. En la búsqueda por cobertura y a falta de alternativas por las tasas reales tan negativas del mercado, creemos que la licitación podría ser una oportunidad. Estaremos atentos a la tasa de colocación de la nueva LECER a mayo.

Los Globales rebotaron en la última semana

Tras arrancar el año con un desempeño muy débil, los Globales se catapultaron e hilvanaron su tercera rueda de avances notables. Cabe mencionar que la semana arrancó complicada con descensos el lunes y el martes, pero la deuda soberana en dólares pudo culminar positiva. En este sentido, el precio promedio ponderado por outstanding a los US\$37,3 con avances de entre 3,2% y 6,1%. Esta vez, los aumentos más pronunciados se encontraron en los bonos GD38, GD41 que avanzaron 5,5% ambos, los siguió el GD46 con 5,8% y el GD35 encabezó la semana culminando con avances de 6,1%. Por su parte, los new indenture más cortos fueron los más moderados que avanzaron 3,3/3,2%. De esta manera, la deuda soberana en dólares revierte la performance negativa que caracterizó el comienzo del año y se mantiene en terreno positivo.

Retorno total Globales

Ticker	Last week	MTD	YTD
GD29	3,3%	0,0%	0,0%
GD30	3,2%	0,5%	0,5%
GD35	6,1%	0,7%	0,7%
GD38	5,5%	1,9%	1,9%
GD41	5,5%	1,4%	1,4%
GD46	5,8%	0,2%	0,2%

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

Como mencionamos estos días, si bien el desempeño optimista de los Globales se debió gran parte a factores idiosincráticos (cierre del acuerdo con el FMI), no podemos dejar de mencionar el contexto internacional. Una vez más la semana fue ampliamente favorable para el universo emergente. Para mostrar este punto, podemos mencionar que el EMB ETF agregó 1,5%, lo que denota la performance ampliamente positiva en el segmento. Cabe mencionar que esto sucedió en un contexto donde la tasa de los Treasuries a 10 años comprimió 10bps en la semana. Ampliando este punto, es esperable que, si la tasa libre de riesgo disminuye, es posible que ciertos agentes del mercado con apetito por el riesgo vuelquen parte de su capital en deuda emergente.

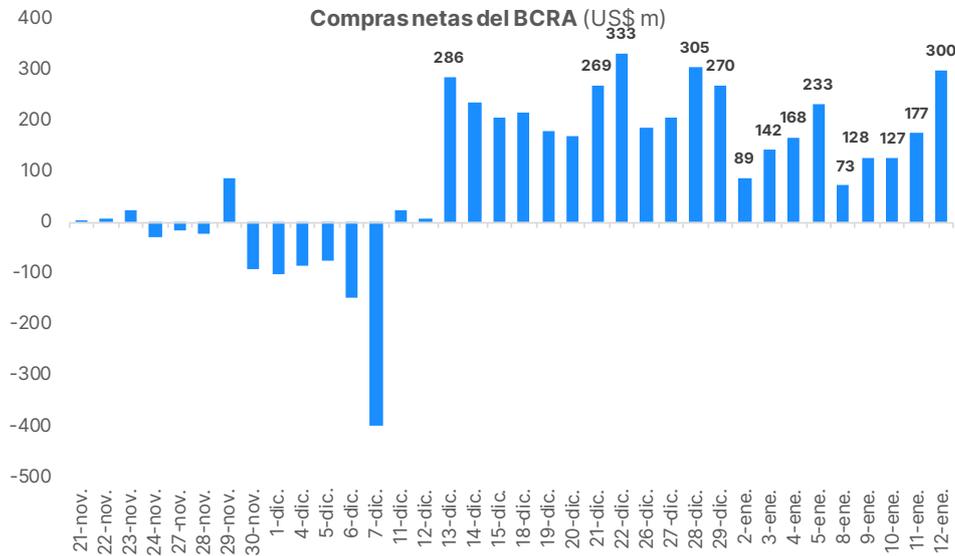
Clave: Para la semana será fundamental seguir de cerca tanto el plano local como el internacional. En cuanto al primer factor, será importante mantener las miradas en la evolución del debate de la Ley Ómnibus y las negociaciones del oficialismo para evitar un dictamen y rechazo de la oposición. En este sentido, La Libertad Avanza, que meses atrás tenía un líder de apariencia inflexible, hoy intenta consensuar modificaciones con el PRO, la UCR y Hacemos Coalición Federal, sectores del Congreso que le permitirían construir una mayoría en la Cámara Baja para llevar a cabo el recinto. Por otra parte, será relevante observar cómo se desenvuelve el contexto internacional y la tasa de los bonos norteamericanos que afectan al segmento emergente. En tanto, hoy esperamos poco movimiento en la deuda en dólares al ser feriado en Estados Unidos (Día de Martin Luther King).

A la espera de la demanda privada en el MULC

A pesar de que el viernes empezaron a acceder al MULC el flujo de 25% de las importaciones cuyo ingreso fue requerido el 13/12 (post devaluación), el Banco Central adquirió US\$300 millones, la mayor compra desde 28/12 (US\$305 millones). Lo cierto es que, para que el ritmo de compras oficiales se acelere significativamente desde un promedio de US\$126 millones en las cuatro ruedas previas, o bien el acceso debía continuar restringido o registrarse un salto en la liquidación. De esta forma, el BCRA acumuló US\$4.299 millones desde la devaluación o el equivalente a

US\$205 millones por día, lo que permitió que las reservas netas mejoren de un mínimo histórico de -US\$11.512 millones a un estimado de -US\$9.290 millones.

Fuerte aceleración en el ritmo de compras oficiales



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

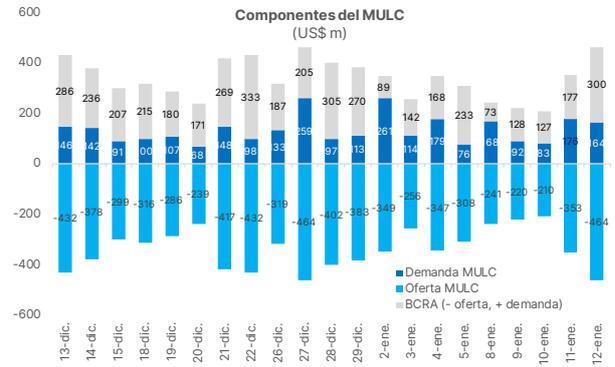
¿Qué explicaría el buen resultado del viernes? Desde el lado de la oferta, la liquidación de los exportadores está volviendo a tomar impulso en un contexto que la brecha cambiaria continuó recortando. En relación con este punto, la brecha cedió de un récord post devaluación de 47,4% alcanzado el martes a 39,5% el viernes, con el CCL comprimiendo 5,2% desde su pico de \$1.200 a \$1.138, mientras que la brecha del CCL con el tipo de cambio efectivo de las exportaciones cayó de 34,6% a 29,3%. Así las cosas, el volumen operado en el mercado de dólar spot de MAE trepó de US\$353 millones el jueves y un promedio de US\$256 millones en los cuatro días previos a US\$464 millones el viernes, igualando el máximo post 13/12 marcado por primera vez el 27/12. Por el lado de la demanda privada, no notamos un cambio relevante el viernes, a pesar de que desde el viernes tiene el acceso permitido al MULC un volumen de demanda que podría triplicar el del primer mes de Milei en funciones. En este sentido, la demanda de los importadores se redujo levemente desde US\$176 millones el jueves a US\$164 millones el viernes, aunque se ubicó algo por encima del promedio de US\$133 millones de las 20 ruedas posteriores a la devaluación. Cabe mencionar que recién el viernes ingresaron aquellas importaciones de alimentos, productos farmacéuticos y el 25% del resto de bienes que requirieron acceso el 13/12 (a estos productos se suman las importaciones de energía que tienen acceso inmediato al MULC). Es decir, solo pasó una rueda desde que acceden más importadores al MULC, por lo que todavía es temprano para dilucidar una tendencia, ya que a partir de ahora empezará a ingresar el flujo escalonadamente.

Recorte de la brecha tras alcanzar máximo post devaluación



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

Mayor oferta de los exportadores y sin cambios relevantes en la demanda privada



Clave: seguiremos de cerca la dinámica del MULC durante esta semana, mirando con atención la evolución de la demanda privada. Si esta empieza a resurgir, será clave monitorear el comportamiento del CCL para determinar si las exportaciones continúan fluyendo. Si la brecha vuelve a ampliarse, la liquidación de las exportaciones podría volver a trabarse. En este contexto, si el acceso de la demanda privada crece, no descartamos que el BCRA desacelere notablemente su ritmo de compras e, incluso, pase de comprador neto a vendedor neto en el MULC, lo que podría deteriorar las expectativas. No obstante, si el CCL sigue comprimiendo, la liquidación de las exportaciones tiene todo dado para seguir fluyendo. En este caso, si bien el ritmo de compras disminuiría algo ante el mayor acceso de las importaciones al MULC, la autoridad monetaria evitaría obtener un resultado negativo.

Semana poco auspiciosa para el Merval

La semana transcurrida no fue positiva para el principal índice bursátil argentino. De hecho, el 9 de enero fue la primera vez en más de un mes que el Merval retrocedió hacia niveles de US\$800, y desde entonces, no ha logrado reponerse. Así, el viernes, el índice culminó en US\$893, un 3,0% por debajo del cierre semanal anterior. Si bien parte del retroceso queda explicado por el avance del dólar medido por ADRs, pues aumentó de \$1.145 a \$1.156 (+1,0%), la mayoría tuvo que ver con el índice en pesos, que cayó 2,1%. Ambas cuestiones son lógicas. Por un lado, la depreciación del peso está vinculada a una menor liquidación de exportaciones y una mayor demanda por dólares “baratos”. Por otro lado, los cuestionamientos sobre el Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) y la Ley Ómnibus denotan que sus aprobaciones no serán sencillas. Aun menos considerando los movimientos sociales que comienzan a despertar, tales como el paro general del 24 de enero convocado por la CGT.

En lo que respecta a las variaciones, MIRG (+19,53%), VALO (+11,97%) y COME (+10,21%) protagonizaron los verdes, que en cantidad se impusieron por once contra nueve frente a los rojos. Sin embargo, las pérdidas, que fueron encabezadas por TXAR (-12,36%), ALUA (-11,49%) y TECO2 (-7,79%), ganaron la pulseada dado el peso de sus componentes en el índice. Cabe destacar también que las más golpeadas pertenecen a los sectores de materiales y de comunicaciones, los dos que subponderamos en nuestro informe de [Perspectivas para el 2024](#).



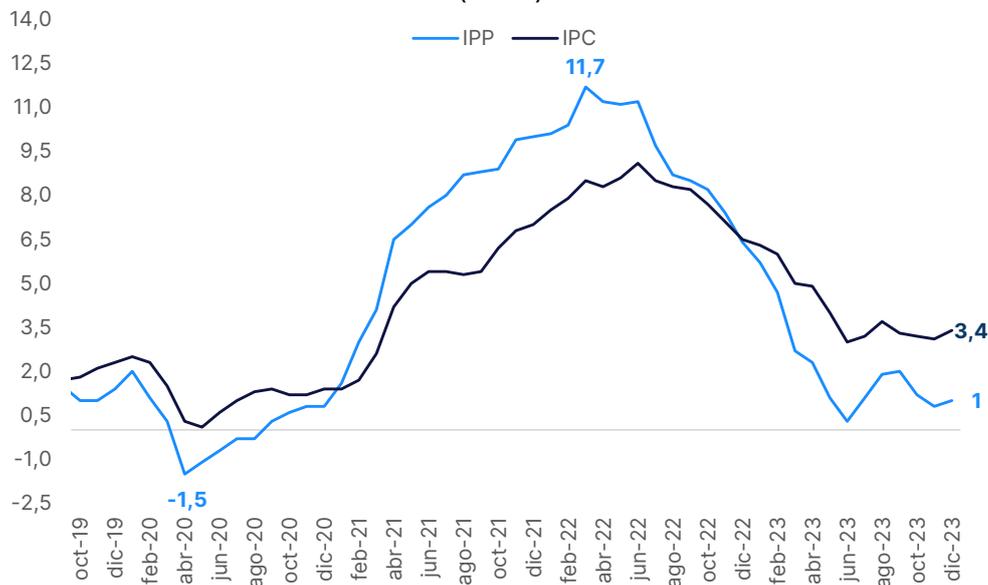
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: en el plano local, es evidente que lo más relevante estará vinculado a la aprobación o no de la Ley Ómnibus y el DNU 70/2023. Ambas medidas son fundamentales para destrabar el desarrollo del sector privado y, por ende, serían muy beneficiosas para el equity. También estaremos atentos a lo que ocurra durante el viaje del presidente Javier Milei a Davos. En el plano internacional, el principal foco de atención estará sobre las presentaciones de resultados, que ya comenzaron con los principales bancos estadounidenses. Adicionalmente, será de suma relevancia los discursos de distintos agentes de la Fed a una semana de conocerse unos datos de inflación que se posaron por encima de las expectativas y podrían retrasar las bajas de tasas.

Deflación en los precios al productor en diciembre

El viernes se dieron a conocer los precios al productor, los cuales resultaron inferiores a las expectativas, provocando que la tasa de rendimiento de los bonos del Tesoro a 2 años alcanzará el 4,14%, el nivel más bajo desde mayo de 2023. El índice de precios al productor (IPP) medido desde la perspectiva de la demanda disminuyó un 0,1% mensual por tercer mes consecutivo en diciembre, marcando la racha más prolongada desde 2020 y situándose por debajo del pronóstico del 0,1%. En términos anuales, el IPP aumentó un 1%, ligeramente por debajo de las proyecciones (1,3%) y acelerándose en comparación con el 0,8% de noviembre. Simultáneamente, el IPP subyacente, que excluye alimentos y energía, se mantuvo sin cambios por segundo mes consecutivo, quedando por debajo del 0,2% mensual estimado por los analistas. En cuanto a la variación anual del IPP *core*, alcanzó el 2,5% en diciembre, ligeramente por encima del 2,4% de noviembre y en línea con las estimaciones.

Evolución del IPP vs IPC en términos anuales
(En %)



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

Clave: De alguna manera, los precios al productor confirmaron que el problema de la inflación en Estados Unidos son los precios relacionados a los gastos en vivienda (consumo doméstico). En diciembre, los precios de los productos básicos disminuyeron un -1,3%. Para los bienes terminados, la disminución fue del -1,2%. Incluso los precios al productor de los servicios se mantuvieron sin cambios. En términos interanuales, los precios de los productos básicos han bajado un -3,2%, los precios de los bienes terminados han descendido un -0,2%, y los precios al productor de servicios han aumentado un 1,8%. Esto se reflejó en los datos de inflación del IPC, donde, a pesar del aumento general en la inflación (0,3% en diciembre frente al 0,1% en noviembre), el índice supercore, que excluye los precios de la vivienda, experimentó una desaceleración (0,4% en diciembre frente al 0,44% en noviembre). De esta forma, a pesar de la aceleración en la inflación, la semana pasada se observó una disminución en los rendimientos de los bonos del Tesoro a lo largo de la curva. La tasa de referencia a 10 años recortó 11pbs en la semana, hacia la zona de 3,94%, a su vez que el tramo corto (tasa a 2 años) hizo lo propio en 24pbs hasta 4,14%. Como resultado, se aplanó la pendiente de la curva y el spread entre la tasa de 2 y 10 años sumó 13pbs, hasta -20,72pbs. Cabe destacar, que hoy no tendremos datos económicos en Estados Unidos por el feriado en conmemoración de Martin Luther King Jr. El miércoles se dará a conocer la producción industrial correspondiente a diciembre y el viernes se publicará la confianza al consumidor correspondiente a enero.

Lo que Pasó

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
8-ene	AR	Producción industrial YoY	Nov	-4,9%	-2%	-0,8%
	JAP	IPC en Tokio YoY	Dec	2,1%	2,5%	2,6%
9-ene	US	Balanza comercial	Nov	-63,2	-63,3B	-64,3B
	JAP	Beneficios laborales (YoY)	Nov	0,2%	1,5%	1,5%
10-ene	US	Solicitudes de hipoteca MBA	Jan	9,9%		-10,7%
11-ene	US	IPC MoM	Dec	0,3%	0,2%	0,1%
	US	IPC YoY	Dec	3,4%	3,2%	3,1%
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Jan	202k	210k	202k
	AR	IPC Nacional MoM	Dec	25,5%	30%	12,80%
	BR	IBGE IPCA inflación MoM	Dec	0,56%	0,5%	0,28%
	JAP	BoP Balanza por cuenta corriente	Nov	1925,6B	2385,1B	2582,8B
12-ene	US	Demanda final PPI MoM	Dec	-0,1%	0,1%	0,0%
	CH	Financiamiento agregado CNY	Dec	1940B	2162B	2454,7B
	CH	Oferta de dinero M2 YoY	Dec	9,7%	10,1%	10%
	UK	Producción industrial MoM	Nov	0,3%	0,3%	-1,3%
	UK	Producción manufacturera MoM	Nov	0,4%	0,3%	-1,1%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

Lo que Vendrá

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
15-ene	JAP	IPP YoY	Dec		-0,3%	0,3%
	JAP	IPP MoM	Dec		0%	0,2%
16-ene	CH	PIB YoY	4Q		5,3%	4,9%
	CH	Producción industrial YoY	Nov		4,5%	4,3%
17-ene	US	Producción Industrial	Dec		0%	0,2%
18-ene	AR	Balanza comercial	Dec		250M	615M
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Jan		206k	202k
	US	Peticiones continuas de desempleo	Jan		1845k	1834k
	US	Construcciones Iniciales	Dec		1425k	1560k
	BR	Actividad económica	Dec		-0,2%	-0,06%
	JAP	IPC YoY	Nov		2,5%	2,8%
	19-ene	US	Percepción de la U. Michigan	Jan		70
US		Expectativas U. Michigan	Jan		66,6	67,4
US		Situación actual	Jan		73	73,3
US		Inflación 1A U. Michigan	Jan		3,1%	3,1%
US		Inflación 5-10A U. Michigan	Jan		0,3%	-1,1%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfolioperpersonal.com

Lucas Caldi

Corporate Credit Team Leader

lcaldi@portfolioperpersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Analyst

dmendez@portfolioperpersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Intern

lherrera@portfolioperpersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist

eanselmi@portfolioperpersonal.com

Melina Eidner

Economist

meidner@portfolioperpersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst

nmartin@portfolioperpersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@portfolioperpersonal.com

www.portfolioperpersonal.com

✉ consultas@portfolioperpersonal.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.