

## ¿Cómo se ajustaron las tasas luego de la licitación del Tesoro?

En la licitación realizada el día de ayer, la Secretaría de Finanzas recibió ofertas que excedieron los vencimientos programados. Con un total de vencimientos de \$3,61 billones (correspondientes a los títulos S30G4 y TDG24), se recibieron propuestas por \$4,84 billones, adjudicándose finalmente \$4,47 billones. El monto excedente sobre los vencimientos será depositado en la cuenta del Tesoro Nacional en el Banco Central de la República Argentina. Cabe destacar que en el mes de septiembre se enfrentarán vencimientos por \$14 billones por lo que parte del excedente de fondos de esta licitación podrían servir como resguardo de cara a los vencimientos del próximo mes.

En cuanto a la adjudicación, se colocaron diversos instrumentos de deuda: \$1,55 billones en la LECAP (\$S11N4) a una tasa de 3,75%, \$0,64 billones en la \$S28F5 a una tasa de 3,78%, \$0,92 billones en la \$S30J5 a una tasa de 3,90%, y \$1,06 billones en la \$S29G5 a una tasa de 3,88%, siendo esta la primera ocasión en que se adjudica un instrumento a tasa fija con un plazo superior a un año. Adicionalmente, se colocaron \$0,30 billones en \$TZXD6 con una TIR de CER+8,14%, mientras que los otros títulos ofrecidos quedaron desiertos.



Instrumento	Tipo	VNO Ofertado (MM)	Valor Efectivo Adjudicado (MM)	Tasa de corte	TNA/TEM	VNO en circulación
S11N4	LECAP	\$1.557.880	\$1.548.230	3,75%	46,16%	\$1.548.230
S28F5	LECAP	\$502.742	\$635.623	\$1.270,00	3,78%	\$1.127.251
S30J5	LECAP	\$954.609	\$917.336	3,90%	55,93%	\$917.336
S29G5	LECAP	\$1.216.165	\$1.063.900	3,88%	57,86%	\$1.063.900
TZXD6	BONCER	\$258.998	\$301.659	\$1.365,00	8,57%	\$14.390.786
TZXD7	BONCER	\$54.016	Desierta	-	-	\$11.944.821
TV25	BONO DL	USD 17	Desierta	-	-	USD 329
TZV25	BONO DL	USD 43,26	Desierta	-	-	USD 1.763



Después de un extenso período, el Tesoro realizó una licitación sin establecer una tasa mínima, lo que generó una considerable incertidumbre sobre las ofertas. En respuesta, muchos inversores optaron por adquirir los títulos a través del mercado secundario, lo cual se reflejó en el volumen operado de LECAPs y provocó una ligera disminución en las tasas el día previo a la licitación.

En cuanto a los resultados, la LECAP S28F5 cerró a una TEM (365 días) de 3,70%, frente al 3,37% registrado al cierre del día anterior, lo que representa un incremento de 33 puntos básicos. Por su parte, la LECAP S11N4 cerró a una tasa de 3,65%, aunque esta LECAP era nueva, las dos LECAPs más cercanas, S14O4 y S29N4, cotizaban al cierre del día anterior a tasas de 3,43% y 3,51%, respectivamente.

**CURVA LECAPS - TEM (365 DIAS)**


Adicionalmente, las dos LECAPs de mayor plazo que se licitaron, la S30J5 y la S29G5, fueron adjudicadas con tasas de 3,85% y 3,83%, respectivamente. Estas tasas superan a la que cerró la LECAP S18J5, que fue del 3,69%, lo cual es consistente con la expectativa de que al prolongar la duración del título se requiera un rendimiento adicional en puntos básicos.

Un dato relevante a comentar, aunque de impacto limitado en el mercado pero con implicaciones contables para el Estado, es que las tasas adjudicadas en la reciente licitación fueron menores en comparación con las de la última licitación. Esta disminución en las tasas se traduce, desde el punto de vista contable, en una reducción de los costos financieros para el fisco. Esta baja en las tasas reflejará un menor gasto en intereses, lo que puede aliviar un poco la presión sobre el presupuesto estatal. De ahí que algunos analistas debaten si hubo suba o baja de tasa. En nuestra opinión prima la variación respecto del mercado secundario dado que el otro es una variación contable.

En el contexto macroeconómico actual, el anuncio del ministro de Economía sobre la reducción del Impuesto PAIS del 17,5% al 7,5%, que entrará en vigor el próximo lunes, podría tener varias implicaciones para los títulos de deuda. Esta reducción impositiva se espera que contribuya a la desaceleración de la inflación general, al reducir los precios de los productos importados. En particular, la inflación de



septiembre, que se publicará el 15 de octubre, podría registrar una cifra significativamente inferior a la de julio. Esta disminución en la inflación podría afectar a corto plazo a los títulos ajustables por CER, posiblemente elevando sus tasas debido a la expectativa de menores ajustes futuros. Sin embargo, esto realmente no parece que se mantenga en el tiempo porque la baja del impuesto PAIS es un one off respecto de la inflación. Por lo que creemos que incorporará cierta volatilidad de tasas en el corto plazo mientras se incorpora esta posible baja abrupta de precios que puede darse en septiembre. También hay que ver cuánto de esa baja de 10 puntos porcentuales se traduce en disminuciones de precios porque no debe olvidarse que puede también absorberse parte como “recomposición de márgenes”.

Por otro lado, las LECAPs podrían experimentar una compresión en sus tasas debido a la disminución en la inflación y el mayor atractivo de los instrumentos a tasa fija en un entorno de tasas reales más estables. En este sentido, vemos con buenos ojos a las LECAPs a corto plazo en los niveles actuales para posiciones de cash management. Además, la intervención del BCRA en el mercado de dólares financieros podría contribuir a estabilizar el tipo de cambio, ofreciendo incentivos a corto plazo para hacer tasa en pesos.

Al analizar la inflación breakeven, es decir, la tasa de inflación que iguala el rendimiento de los títulos a tasa fija con el de los ajustables por CER, observamos que el mercado está incorporando una expectativa de inflación para los próximos seis meses de entre 3% y 3,50% mensual en los títulos CER. En el contexto actual, donde la inflación núcleo se situó en 3,8%, no parece irracional prever una inflación “estable” en el rango de 3% a 3,5% sin perforar este piso en los próximos meses. Sin embargo, como mencionamos anteriormente, la reducción del Impuesto PAIS podría provocar una desaceleración significativa de la inflación en un one off entre septiembre y octubre, lo que podría arrastrar los rendimientos de los títulos CER a la baja. Por ejemplo, si la inflación de agosto se sitúa en 3,10% y la de septiembre queda por debajo del 3,04%, la inflación de octubre debería superar el 3,11% para “compensar” el dato inferior al esperado para septiembre. En este contexto, preferimos posicionarnos a corto plazo en LECAPs en lugar de en títulos CER, y recomendamos considerar los títulos CER con vencimiento no mayor a julio de 2025 solo para perfiles conservadores.

### BE mensual

3,10%	ago-24
3,04%	sep-24
3,11%	oct-24
3,00%	nov-24
3,10%	dic-24
3,13%	ene-25
2,86%	feb-25
3,23%	mar-25
3,20%	abr-25



## Departamento de Research & Estrategia de Inviu

**Mateo Reschini, CFA**

Head of Research

**Segundo Derdoy**

Research Analyst

---

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modificaran las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. INVIU S.A.U. ALyC I N° 205- ACDI N° 121- ACD N° 17 / CN

