

5 de septiembre de 2023

# Daily Mercados

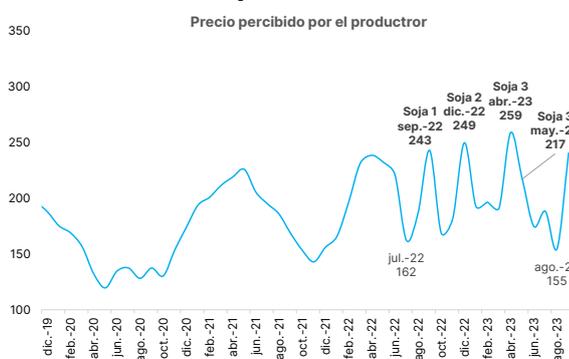
ppi

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

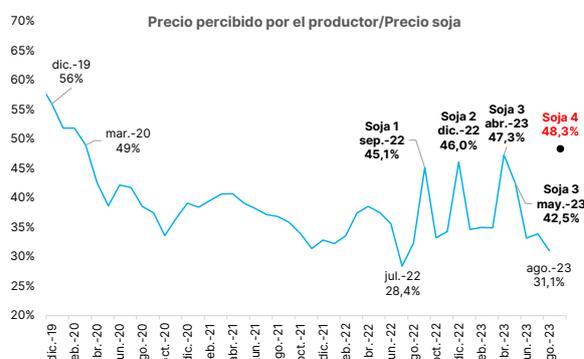
## Llegó el dólar “soja” 4 para dar aire al BCRA

Esta mañana salió publicado en el Boletín Oficial de la cuarta versión del Programa de Incremento Exportador (PIE), también conocido como dólar “soja”. El PIE IV trae como novedad que **se deberá liquidar el 75% de lo exportado, mientras que el 25% restante será de libre disponibilidad**. En otros términos, el 75% irá al tipo de cambio de \$350 y el 25% podrá valorizarse al CCL, que al cierre de ayer de \$755, resultaría en un tipo de cambio efectivo de \$451,25. Adicionalmente, la mejora vendrá por el lado de las retenciones, ya que la base imponible se calculará sólo sobre el 75% ingresado en el mercado de cambios según el artículo 5° del [Decreto 443/2023](#). De esta manera, **el tipo de cambio neto de retenciones salta de \$234,5 a \$364,63, una mejora de 55,5%**. En términos de valor, el sector pasará a percibir US\$240 por tonelada desde US\$155 antes de la medida, siendo el valor más elevado desde los US\$259 del dólar “soja” 3.0 en abril de este año. No obstante, **el precio percibido relativo al precio internacional de oleaginosa será el mayor desde marzo 2020, lo que incluye los tres PIE anteriores, llegando al 48,3%**.

### Mejora del 55% en el precio percibido por el productor



### Mayor ratio precio percibido/precio soja desde marzo 2020



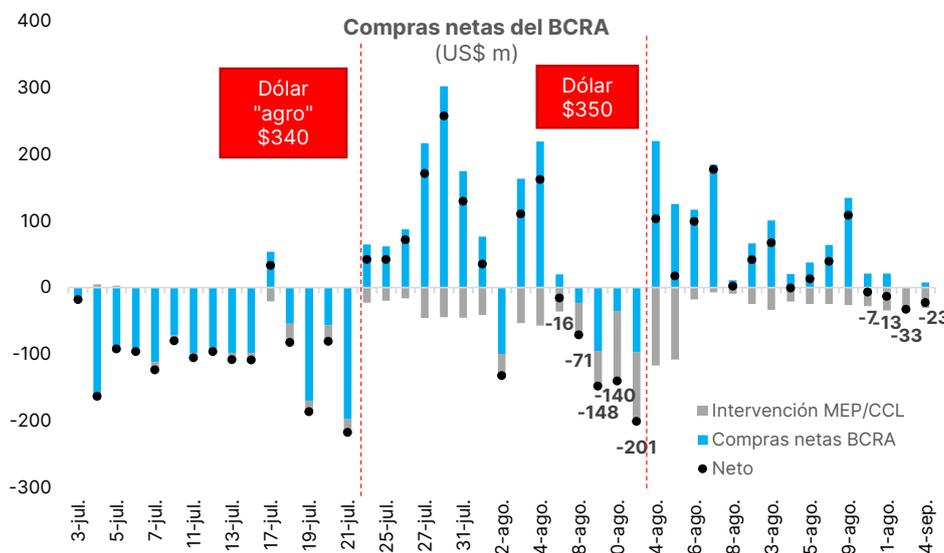
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En cuanto a cuanta soja podría liquidarse, detectamos que **quedan por comercializarse 8,1 millones de toneladas (MTn) y 3,9 MTn con precio a fijar**, totalizando un potencial de 12 MTn. Creemos que, de mínima, **se liquidaría lo que tiene precio a fijar** y gran parte de la producción no comercializada podría quedar como *carry* para afrontar la campaña 2023/2024, sobre todo ante la perspectiva de una salida más abrupta del cepo que mejoraría sensiblemente el precio percibido. En el escenario base de que se liquiden 4 MTn, **ingresarían al MULC US\$1.457 millones** (US\$1.942 millones \* 75%), llegando el potencial de 12 MTn a un equivalente de US\$4.482 millones (US\$5.976 millones \* 75%). Si asumimos que el BCRA compra cerca de un 50% de lo liquidado, como ocurrió en el dólar “agro”, **engrosaría sus reservas por US\$728 millones en el escenario base** y US\$2.241 millones en el escenario ultra optimista.

**La razón del lanzamiento del programa exportador es que la dinámica de reservas de MULC más intervención en MEP/CCL era sencillamente insostenible.** En las últimas cuatro ruedas, el BCRA utilizó más dólares para contener el MEP de lo comprado en el mercado oficial de cambios. Específicamente, **compró US\$51 millones en el MULC mientras que en simultáneo intervino con US\$126 millones en MEP** (rezago de dos días en la salida de reservas por la operatoria t+2 de bonos), resultando en un drenaje neto de US\$75 millones. A partir de ahora, con el ingreso de divisas que generará el nuevo dólar “soja”, **la intervención “objetivo” en MEP que fije el BCRA determinará que porción de la liquidación debe comprar en el MULC.** Cuanto más grande sea este ratio, menor será la disponibilidad para importadores y más se resentirá la actividad económica. Estimamos que, hasta ayer, las reservas brutas del BCRA estaban compuestas por: US\$3.845 millones de oro, **US\$6.023 millones de activos líquidos**, US\$799 millones de yuanes

remanentes del 1° tramo y US\$4.040 millones de DEGs (de los cuales unos US\$3.300 millones están comprometidos por los próximos pagos al FMI). Siempre recordando que los encajes de los depósitos en dólares ascienden a US\$9.349 millones, **el margen para intervenir en el mercado oficial de cambios y en los dólares financieros era más que acotado antes de esta medida.**

**La intervención neta del BCRA se había vuelto negativa**



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

**Antes de la medida, el margen de intervención era muy limitado**

**Balance del BCRA en US\$ al 04/09 (estimado)**

Activos		27.774	Pasivos		32.292
Oro	3.845	Swap chino	17.877		
<b>Liquidez en divisas y treasuries</b>	<b>6.023</b>	<b>Encajes</b>	<b>9.349</b>		
Yuanes remanentes 1° tramo	799	Instituciones Financieras	3.002		
Yuanes "activables"	13.067	Repo SEDESA	1.835		
DEGs	4.040	Cheques en divisas	23		
		Depósitos Gobierno	0		
		Otras Obligaciones en US\$	206		
			<b>Patrimonio Neto</b>	<b>-4.518</b>	

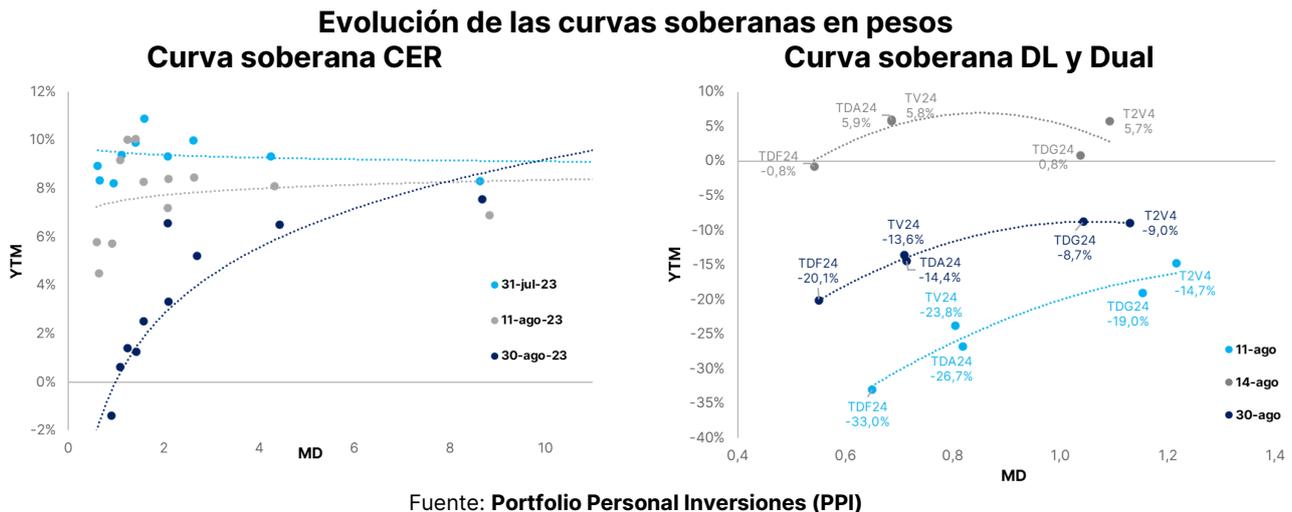
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**¿Cómo sigue la deuda en pesos?**

Tras la primera licitación sorpresa, al mercado de pesos le cuesta hacer pie en el arranque de septiembre. Pocos movimientos y algunas bajas en prácticamente todas las curvas en las primera dos ruedas del mes. Vale recordar que **los instrumentos soberanos en pesos cerraron agosto con descensos generales medidos al CCL libre (Senebi)**, pero con rendimientos diferentes entre las distintas clases. Tomando como referencia el movimiento del tipo de cambio oficial en agosto (27,1%), solamente los títulos Dollar Linked y Duales lograron superar o empardar este rendimiento. Más allá de los títulos tasa fija y Badlar, que fueron severamente afectados por la nominalidad de agosto, los instrumentos CER se acercaron a sus pares DL exhibiendo subas en pesos de entre 14/21%. Esta reacción se exacerbó luego del salto devaluatorio post-PASO, donde hubo un traspaso de flujos desde estrategias DL a CER para aprovechar el congelamiento del

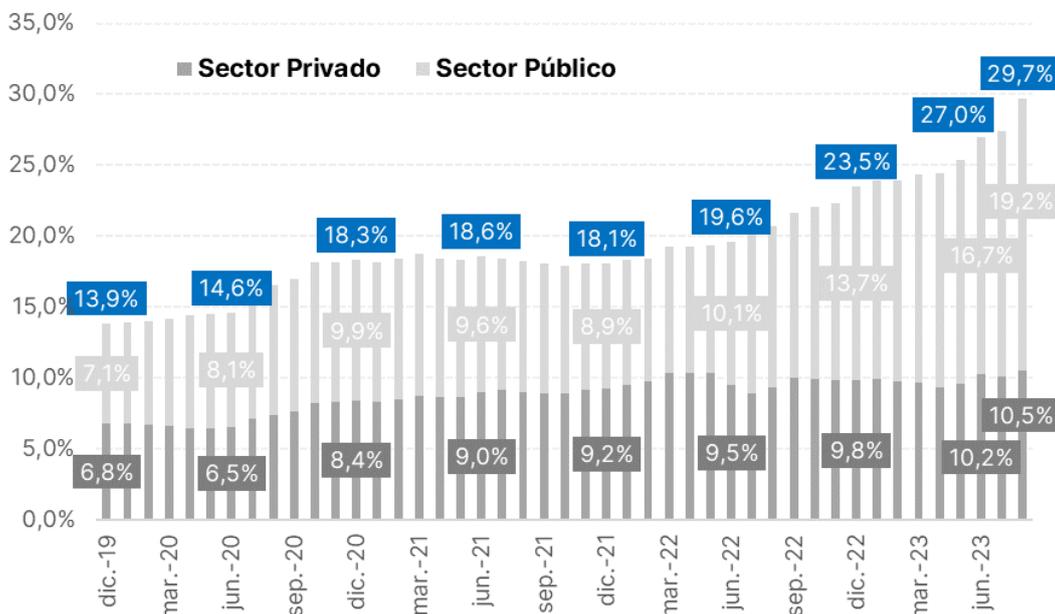
crawling-peg oficial. De esta manera, las tasas reales de los títulos CER comprimieron y se mantienen en terreno negativo hasta mediados de 2024.

**¿Es prudente invertir en estos niveles?** En nuestra opinión, la incertidumbre dominante en el plano político, y, en consecuencia, sobre las definiciones macro para los próximos meses implica tomar la deuda en pesos con mucha cautela. Para las carteras que deban estar invertidas en pesos, **preferimos Dollar Linked o incluso seguir una estrategia 'Barbell' en la curva CER** (posición de muy corto plazo + largo plazo) antes de exponerse al tramo medio CER.

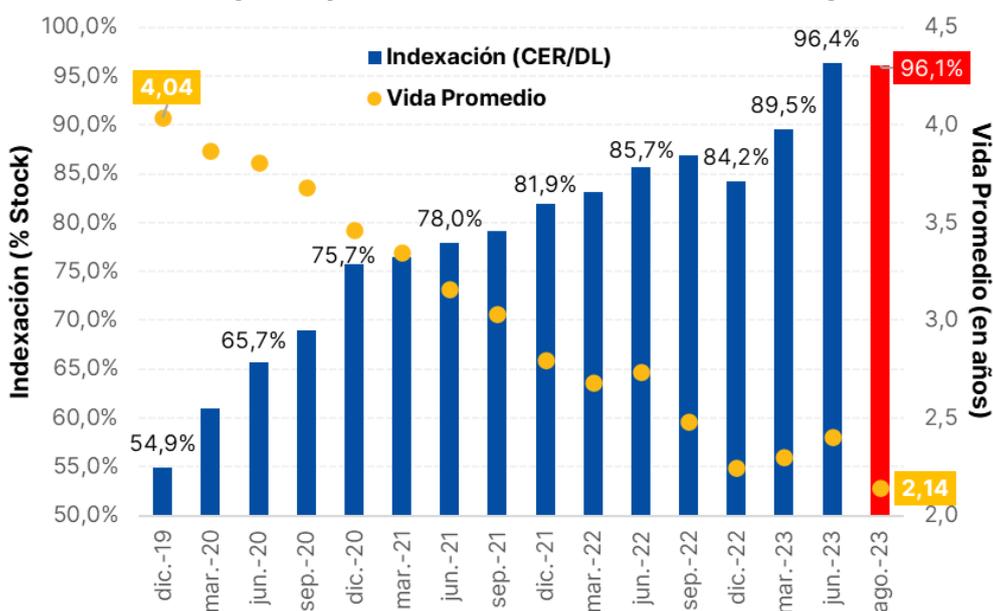


Cabe destacar que **observamos un nuevo incremento de la deuda en pesos en agosto**. El stock total trepó a un máximo de **29,7% del PBI (+2,3pp frente a julio)**, el cual se divide casi 65% en manos públicas y el restante 35% en el sector privado. La **gran composición indexada** del stock de deuda (en agosto representa el 96,1% del total) explica la aceleración en el crecimiento de este stock luego de la devaluación del tipo de cambio oficial el lunes posterior a las PASO. No obstante, dada la capitalización rezagada del índice CER, todavía no empezamos a percibir el fognazo inflacionario sobre la contabilidad de la deuda. El stock de deuda en pesos creció desde 13,9% (del PBI) al final de la administración Macri al 29,7% actual, dada la **utilización del mercado doméstico como única vía genuina para financiar el desequilibrio fiscal de estos años**. En otras palabras, para no recurrir únicamente al financiamiento monetario por parte del BCRA. Sin embargo, desde la crisis de pesos del año pasado, **también es un reflejo de la monetización indirecta** por las compras del Banco Central de títulos en el mercado secundario (*'Quantitative Easing'*). De hecho, en lo que va del año, la monetización de estas compras tanto al sector privado como público supera al propio financiamiento neto (\$3,23 billones vs \$2,91 billones). Fuera de las fragilidades que presenta el stock, el riesgo está más atado a la salida del CEPO y a la normalización de la demanda real de pesos que a sí misma.

**Evolución del stock de deuda por acreedor (en % del PBI)**



**Indexación y vida promedio de la deuda (% del stock y años)**



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

**Panorama complicado en septiembre**

Apenas dos ruedas completas han transcurrido del noveno mes del año, pero **el panorama no es alentador**. Veníamos comentando que no veíamos drivers que expliquen el crecimiento que venía teniendo el principal índice bursátil argentino, que avanzaba a un ritmo considerablemente superior al del dólar medido por ADRs. Por el contrario, **observábamos mayor incertidumbre política y mayor inestabilidad económica**. Así es que **no nos sorprende que el Merval se haya contraído en las últimas tres ruedas, culminando ayer por la tarde en US\$810**. Ahora la pregunta es hacia donde irá. Acá es importante analizar las dos puntas de la ecuación. Por el lado del numerador, **el índice en pesos alcanzó su máximo histórico ajustado por inflación el 29 de agosto, y desde entonces se ha ido desinflando**, descendiendo paulatinamente durante las

siguientes ruedas. Por el lado del denominador, los movimientos del dólar han sido más dispares, generalmente perjudicando al índice, pero eventualmente beneficiándolo. Es posible que, **frente al anuncio del nuevo programa de dólar soja**, que permitirá a los exportadores a conservar el 25% de las divisas que generen, **veamos algo de calma en el mercado cambiario**. Ello podría beneficiar a las acciones en ambas puntas, si el mercado considera que el programa podrá frenar la sangría de reservas, y que las empresas podrán seguir creciendo sostenidamente ante menores restricciones a importaciones por la falta de divisas. Considerando que este programa no tendrá como contracara una mayor emisión sin respaldo que afecte la inflación futura como los programas previos, y permitiría acumular reservas nuevamente, esperaríamos una reacción positiva inicialmente. Aun así, como siempre, **la duda está en cuánto liquidará el campo considerando la cercanía temporal con un potencial cambio de paradigma**.

### El Merval ajustado por inflación



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

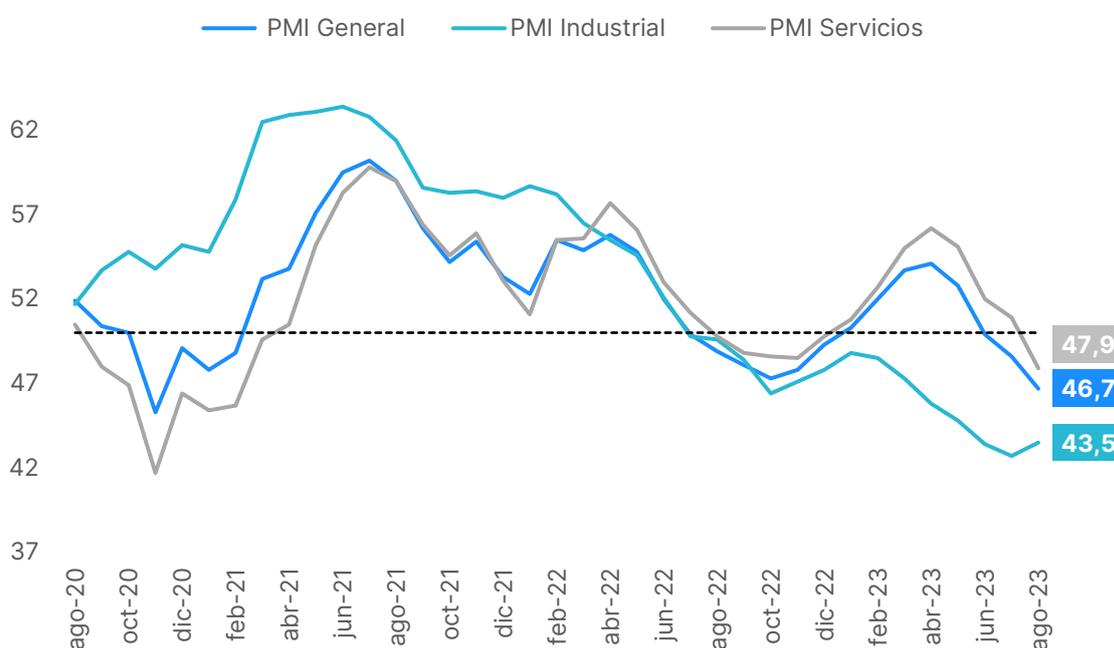
Dirigiéndonos a las variaciones de ayer, el panel local estuvo equilibrado. **De las veinte acciones que componen al Merval, once cerraron con variaciones negativas, generando un retroceso de 0,24%**. Mientras que las más perjudicadas fueron BMA (-1,90%), CEPU (-1,55%) y BYMA (-1,51%), del lado opuesto destacaron CRES (+3,42%), COME (+2,87%) y LOMA (+2,11%). Por su parte, con el mercado norteamericano cerrado por el feriado de Labor Day, los ADRs no tuvieron movimiento.

### Se contrae el nivel de actividad en la Eurozona por tercer mes consecutivo

Se desacelera el nivel de actividad en la zona euro explicado principalmente por la magra performance de la economía alemana. Hoy por la mañana se publicó el Índice de Gestores de Compras (PMI), elaborado por S&P global, donde una lectura por encima de 50 implica una expansión del sector y por debajo una contracción. Así, **el PMI compuesto para la eurozona en agosto se ubicó en 46,7, ligeramente por debajo de las estimaciones de los analistas y del resultado de julio, que fue de 47 en ambos casos**. Consecuentemente, el nivel de actividad experimentó una contracción por tercer mes consecutivo en Eurozona. En particular, **el PMI de servicios para la misma región registró 47,9 en agosto, por debajo de las expectativas y de la lectura del mes anterior, ambos en 48,3**. Mientras que varios países europeos enfrentan los impactos de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), Alemania se destaca como una de las economías más afectadas. En este contexto, **el PMI general en Alemania alcanzó su mínimo histórico en agosto, situándose en 44,6**. En la misma línea, el PMI específico del sector de servicios se mantuvo en 47,3, en línea con las proyecciones y el resultado de julio.

Además, **los precios de producción en la zona euro registraron su séptimo mes consecutivo de disminución en julio**, según los datos disponibles. Estas cifras, que muestran una marcada disminución en comparación con el año anterior, podrían ser consideradas como una fuente de alivio para el BCE. La entidad de estadísticas de la Unión Europea informó que el **Índice de Precios al Productor (IPP) en los 20 países que utilizan el euro disminuyeron un 0,5% mensual en julio** (vs -0,4% de junio) y experimentaron una caída del 7,6% en términos interanuales (vs -3,4% de junio). **De esta manera, la política monetaria del BCE parece estar logrando el efecto esperado en la evolución de los precios, aunque el costo sobre el nivel de actividad económica se hace notar.** La situación contrasta con los datos observados la semana pasada en Estados Unidos, donde la actividad se muestra resiliente a pesar de la política contractiva de la Fed.

**Evolución del PMI en la zona euro**



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

**¿Cómo arranca Wall Street luego del feriado?** Los futuros de los principales índices bursátiles comienzan el martes a la baja. Liderando se posiciona el Nasdaq, que observa un descenso en su cotización del 0,4%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones que los hacen en 0,2% y 0,1%, respectivamente. Por el lado de la renta fija, **se observa un incremento en el rendimiento de los treasuries a lo largo de la curva.** Por un lado, el tramo corto (tasa de referencia a 2 años) asciende en 4pbs, mientras que la tasa a 10 años lo hace en 5pbs. En lo que al oro respecta, la onza se ubica en los US\$1929 aproximadamente, recortando 0,6% en el día. Finalmente, el crudo comienza la jornada al alza. Por su parte el WTI suma 2,1% hasta los US\$85,4, en paralelo el Brent cotiza en US\$88,4 incrementándose 1,8% desde el viernes.

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

**Head of Research & Strategy**

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

### **Lucas Caldi**

**Corporate Credit Team Leader**

lcaldi@portfoliopersonal.com

### **Diego Ilan Méndez**

**Analyst**

dmendez@portfoliopersonal.com

### **Alejo Lerner**

**Analyst**

alerner@portfoliopersonal.com

### **Lautaro Casasco Herrera**

**Intern**

lherrera@portfoliopersonal.com

### **Emiliano Anselmi**

**Chief Economist**

eanselmi@portfoliopersonal.com

### **Melina Eidner**

**Economist**

meidner@portfoliopersonal.com

### **Francisco Schiffrer**

**Team Leader Strategist**

fschiffrer@portfoliopersonal.com

### **Natalia Denise Martin**

**Analyst**

nmartin@portfoliopersonal.com

### **Martín Cordeviola**

**Analyst**

mcordeviola@portfoliopersonal.com

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.