

11 de septiembre de 2023

Perspectivas de la semana

ppi

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

El dólar "soja" 4 compra calma hasta el 30/09

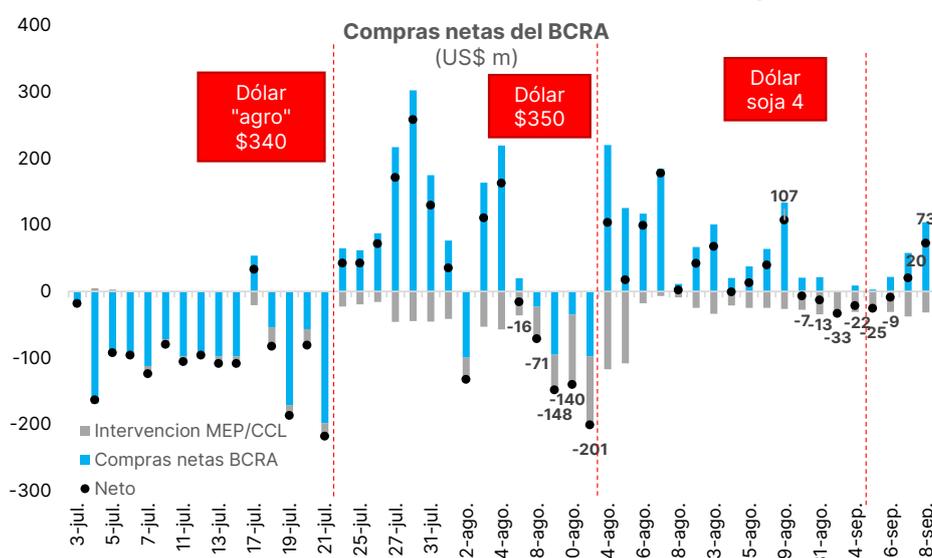
El viernes el Banco Central compró US\$104 millones, la compra más alta en ocho ruedas, tras comprar US\$58 millones el jueves, lo que trasluce que el dólar "soja" 4 empezó a tomar ritmo. Esto permitió que la autoridad monetaria obtenga un saldo neto de US\$73 millones entre MULC y dólares financieros, dada la intervención en MEP con US\$31 millones el miércoles en MEP, registrando el segundo día positivo tras los US\$20 millones del jueves. Así, empieza a definirse cuál será la estrategia del BCRA hasta la expiración del Programa del Incremento Exportador el 30/09: comprar por MULC, intervenir en MEP/CCL y con el remanente optar por acumular reservas o abastecer a la importación para mitigar la caída de la actividad económica. Según la Bolsa de Comercio de Rosario, se llevan operadas 0,95 millones de toneladas, equivalentes a US\$471 millones, que irán liquidándose en estos días en el mercado de cambios.

El dólar "soja" 4 empezó a traccionar

Fecha	MTn comercializadas			US\$ m		
	Total	Total A liquidar en MULC	Libre	Total	Total A liquidar en MULC	Libre
5-sep	0,04	0,03	0,01	18	14	5
6-sep	0,20	0,15	0,05	102	76	25
7-sep	0,46	0,34	0,11	225	169	56
8-sep	0,25	0,19	0,06	125	94	31
Acum.	0,95	0,71	0,24	471	353	118

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

La intervención neta del BCRA volvió a terreno positivo



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

Esta renovada versión del dólar "soja" tiene como novedad que el tipo de cambio efectivo termina definido por el 75% de liquidación obligada en MULC y 25% de libre disponibilidad, a diferencia de sus predecesores, en los que se fijaba un valor fijo en pesos. Con este cambio, al mismo tiempo que acelera la liquidación en el MULC y da lugar a compras oficiales, se promueve que las divisas de libre disponibilidad vayan canalizándose por el CCL. En la tabla expuesta arriba, se observa que a medida que vayan liquidándose los US\$471 millones de lo operado hasta ahora, US\$353 millones irán por MULC y US\$118 millones podrían ir por CCL. La liquidación de las cerealeras de la semana pasada explicaría la marcada caída del CCL de \$760 a \$740 el jueves (subió

marginalmente el viernes a \$742) y la consecuente baja de la brecha cambiaria a 112%, luego de haber tocado un pico de 128,9% el 29/08. Que se sostenga esta calma en el CCL dependerá en buena medida de lo que ocurra con la tasa de interés esta semana. Finalmente, el BCRA optó por no subirla la semana pasada y sembró dudas sobre lo que hará tras conocerse el miércoles el retorno de la inflación de doble dígito mensual a la Argentina tras 32 años. El BCRA podría poner en riesgo la relativa calma en el CCL si decide mantener la tasa inalterada.

El CCL descomprime gracias a la oferta del agro



La brecha recortó desde 129%



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

Volviendo a la posición de reservas del BCRA, el viernes el FMI informó la tenencia de DEGs de Argentina al 31/08. Era más que relevante conocer este dato tras el desembolso del FMI del 23/08 y la serie de pagos que hubo que hacer a Qatar, la CAF y al mismo Fondo de manera anticipada por el vencimiento de septiembre. Según el organismo, Argentina cuenta con 2.230 millones de DEGs, equivalente a US\$2.943 millones. Por lo tanto, la hoja de balance del BCRA estimada al 08/09 queda conformada de la siguiente manera: oro por US\$3.819 millones, activos líquidos por US\$7.268 millones, yuanes utilizables del 1° tramo por US\$712 millones, no activados por US\$12.939 millones y DEGs por US\$2.943 millones. Dado que deben afrontarse un pago de capital al FMI en octubre por US\$2.607 millones y uno de intereses por US\$707 millones, deberá recurrirse a US\$371 millones de otra fuente por el saldo no cubierto por DEGs. Así, la suma oro y liquidez neta de pagos al FMI asciende a US\$10.716 millones, frente a encajes de los depósitos en dólares (único pasivo exigible de corto plazo) por US\$9.500 millones. Esto deja un margen muy acotado para la intervención oficial tanto en MULC como en MEP/CCL.

La intervención en MEP/CCL y MULC está limitada por los encajes

Balance del BCRA en US\$ al 08/09 (estimado)

Activos	27.682	Pasivos	32.240
Oro	3.819	Swap chino	17.674
Liquidez en divisas y treasuries	7.268	Encajes	9.500
Yuanes remanentes 1° tramo	712	Instituciones Financieras	3.002
Yuanes "activables"	12.939	Repo SEDESA	1.835
DEGs	2.943	Cheques en divisas	23
		Depósitos Gobierno	0
		Otras Obligaciones en US\$	206
		Patrimonio Neto	-4.558

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

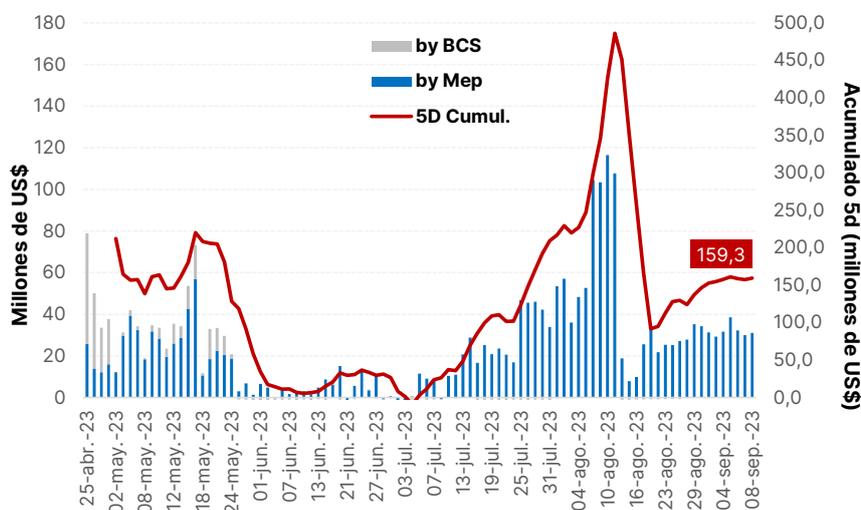
Clave: el BCRA apuesta a que la liquidación del agro en el dólar “soja” 4 siga acelerando y que esto le permita en simultáneo acumular reservas por compras en el MULC y que el CCL se mantenga contenido por la oferta de los exportadores. Cuanto mayor sea la liquidación del sector, más calma comprará hasta el 30/09. De igual manera, de esto derivará el poder de fuego con el que contará para afrontar la segura volatilidad que sobrevendrá entre el 1° y el 21 de octubre. En ese lapso, la única garantía es que se retornará una dolarización de portafolio similar o incluso mayor a la observada en la víspera de las PASO. Dicho de otro modo, se profundizará la caída en la demanda de dinero.

¿Cómo arrancó la deuda soberana en septiembre?

En la primera semana completa del mes, los títulos soberanos en dólares bajo ley extranjera descendieron hasta 3,2%. Observando más de cerca la performance en dicho período, si bien vimos cierta recuperación el jueves, las pérdidas del martes, miércoles y viernes hicieron lo propio y la deuda en dólares terminó a la baja. Vale la pena destacar que los Globales tuvieron un comienzo positivo en la rueda del viernes, pero revirtieron su tendencia al conocerse el fallo en contra de Argentina por la estatización de YPF. Así, el precio promedio ponderado finalizó en US\$31,3, lo que significa US\$0,9 menos que el viernes de la semana anterior (-2,8%). El desempeño negativo de los títulos argentinos se dio en un contexto donde la deuda emergente, en general, también tuvo una tendencia bajista. En este sentido, afectados por el aumento de la tasa de interés a 10 años de los bonos del Tesoro norteamericano (+8bps en la semana), los títulos emergentes cayeron un 0,6% en las últimas cinco jornadas, según el ETF EMB, que sigue de cerca el comportamiento de la deuda soberana emergente.

Así las cosas, específicamente los descensos en la semana fueron protagonizados por el título GD38 (-3,2%), lo siguió el GD41 (-2,9%), el GD35 y GD46 (ambos -2,7%) y por último el GD29 y el GD30 (-2,3% y -2,1% respectivamente). En cuanto en la actividad del Banco Central en el mercado de bonos HD, cabe mencionar que la intervención oficial continuó con la tónica que vimos en las últimas ruedas. Según nuestras estimaciones, el BCRA se desprendió de US\$159,3 millones en la última semana para contener la escalada de los dólares financieros, lo cual compara con los US\$154,7 millones utilizados en la semana previa. Más específicamente, el único día que el Central incrementó el ritmo de la intervención oficial fue el martes desprendiéndose de US\$37,7 millones siendo la cifra más elevada desde las PASO. El resto de los días, la intervención estuvo en torno a los US\$30 millones.

Estimación de la intervención en MEP/CCL (en millones de US\$)



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

Por otro lado, cabe mencionar que también fue una semana difícil para la deuda en pesos. Nos llamaba la atención el desempeño relativamente positivo de los instrumentos en pesos dado el contexto prevaleciente. En este sentido, tanto los títulos soberanos que ajustan por CER o DL, registraron caídas la semana pasada. Si bien la merma de los precios se observó en la gran mayoría de los bonos, es llamativo que los descensos estuvieron concentrados en los soberanos Dollar Linked y Duales con vencimiento en el primer semestre de 2024 (TV24, TDF24 y TDA24). Observando la evolución de los flujos en los FCI, al igual que lo ocurrido con los precios del mercado secundario y sin considerar a los FCI t+0, los fondos que invierten en estrategias Dollar Linked fueron los más afectados, seguidos por los CER y fondos t+1. En interesante notar, sin embargo, que los títulos menos afectados fueron los de mayor *duration*. En este sentido, los CER del tramo más largo de la curva exhibieron variaciones positivas, mientras que el Dual a enero 2025 también cerró la semana en alza.

¿Por qué los instrumentos Dollar Linked, y en especial, el tramo “medio” de la curva fue el más afectado? Más allá de que haya cierta preocupación acerca del aumento en la probabilidad de un escenario disruptivo en la nominalidad el próximo año, también podrían haber sido afectados por rumores de un aumento en la tasa de interés por parte del BCRA (que finalmente no se concretó). Sin embargo, estos argumentos no explican en detalle la selectividad observada en el mercado este miércoles. Las declaraciones de todas las fuerzas políticas (incluyendo a Melconian y referentes económicos de LLA) sobre una salida gradual del Cepo cambiario, atentan contra la expectativa de compresión de brecha al menos en el primer semestre de 2024. En ese sentido, es lógico que las estrategias que siguen la evolución del tipo de cambio oficial sean las más afectadas.

Clave: Esta semana tenemos una nueva licitación del Tesoro, mientras que el miércoles se conocerá el dato de inflación del mes de agosto. De esta manera, este jueves el Ministerio de Finanzas hará frente a vencimientos que aproximan la cifra de \$693.400 millones de los cuales el 85% pertenece a manos privadas. Adicionalmente, se espera que el dato de inflación mensual, que se conocerá el miércoles, sea superior a los dos dígitos (en línea con el dato de la Ciudad de Buenos Aires y Córdoba). Finalmente, será importante seguir de cerca las pronunciamientos políticos de los candidatos presidenciales. En este sentido, veremos si la victoria arrasante de JxC en los comicios por Gobernador en Santa Fe (el cual estaba en gran medida ya descontado), puede resultar en un nuevo empujón para la candidatura de Patricia Bullrich de cara a las elecciones Generales.

Septiembre arrancó con el pie izquierdo

La primera semana completa de septiembre arrancó con el pie izquierdo para el principal índice bursátil argentino. Fueron cinco días de bajas consecutivas, donde el índice en pesos fue protagonista. Pasó de 634.792 a 532.550 de viernes a viernes, un descenso de más de 100.000 puntos o 16,1%. Aun así, la caída estuvo contenida por el desempeño del dólar medido por ADRs que comenzó a arbitrar a la baja con el CCL, que se desplomó en la última semana debido a la oferta extraordinaria derivada del dólar “soja”. De viernes a viernes, el dólar medido por ADRs pasó de \$768 a \$735, es decir -4,2%. En consecuencia, el Merval cerró la semana en US\$724, habiendo comenzado en US\$827 (-12,4%). En las semanas previas habíamos dejado en claro que nos resultaba extraño el comportamiento alcista del índice, corriendo por encima del dólar. Nos parecía que los fundamentos macroeconómicos no acompañaban con una inflación viajando en dos dígitos en agosto y septiembre, una mejora del tipo de cambio real que posiblemente no durara ni dos meses, reservas netas en terreno negativo, y una mala cosecha a causa de la sequía sufrida el año pasado que hará que la oferta del agro sea mucho menor en el período de baja liquidación. Tampoco nos parecía que la política ayudara. Si bien las ideas de Milei podrían ser

atractivas para el mercado, su capacidad de gobernar se vería reducida, ya que, en caso de que se repita el resultado de las PASO, sería minoría en ambas cámaras y no tendría apoyo de gobiernos provinciales. Adicionalmente, las declaraciones de su propio equipo de asesores se contradicen, lo que quita claridad sobre el camino que tomaría su gobierno liberal. Por el otro lado, se desconocen las propuestas económicas de Massa como potencial presidente. En cuanto a Bullrich, si bien apuntó a Melconian como su futuro ministro de Economía en caso de alcanzar el sillón Rivadavia, algunas de sus propuestas trajeron más ruido a lo que ya era un concierto de metálica. En este sentido, el trade electoral cada vez lo vemos más complicado.

En este contexto, las acciones argentinas tuvieron un desempeño complicado. En especial en el mercado de Wall Street, se vieron muy castigadas, marcando apenas dos verdes de los diecinueve ADRs. Apenas MELI y GLOB resistieron la embestida, sumando 0,46% y 0,06%, respectivamente. El resto marcó rojos intensos, con diez papeles esbozando pérdidas de dos dígitos, arrastrando al panel a un rendimiento promedio de -8,8%. Las que peor la pasaron en la semana fueron PAM (-15,25%), CEPU (-14,51%) y TGS (-12,60%).

Merval vs Dólar por ADRs
(ajustado por inflación)



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

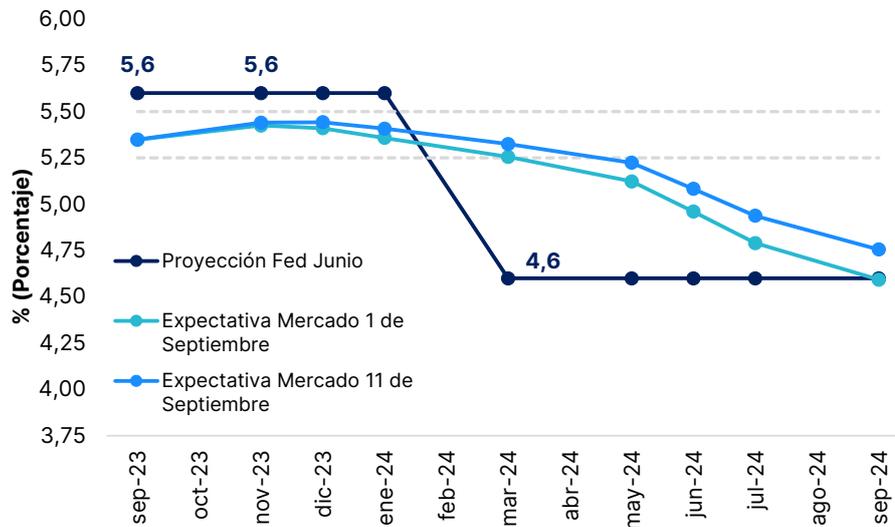
Clave: Localmente, el gobierno actual poco podrá hacer en materia económica en los días remanentes que pueda beneficiar al mercado de renta variable, pues las expectativas están puestas en quien venga a partir del 10 de diciembre. Por ello, será fundamental estar atentos a los desarrollos políticos. Entre las señales que buscaremos estarán las propuestas que pueda traer Sergio Massa a la mesa, dado que es el único candidato con potencialidad de presidencia del que no se conoce la propuesta económica. A su vez, estaremos atentos a la publicación del índice de precios al consumidor para determinar la magnitud de lo que se sospecha será una inflación de dos dígitos. Internacionalmente, sin duda la clave estará en la publicación del IPC de Estados Unidos, que se publicará el miércoles. Si bien ya se espera que la misma sea mayor al mes pasado, cualquier sorpresa por encima será difícil de digerir para el mercado pues abogaría por mayor agresividad de parte de la Fed. Además, se conocerán datos de actividad, precios al productor y datos de empleo, que afectarán las expectativas respecto del próximo paso de la Fed.

La tasa de referencia a 10 años se incrementa en 11pbs desde el lunes pasado

La semana pasada se dieron a conocer varios indicadores de actividad en Estados Unidos que, en su mayoría, volvieron a sorprender positivamente. En este contexto, el PMI de agosto superó nuevamente el umbral de 50, marcando el séptimo mes consecutivo de expansión del nivel de actividad. Más precisamente, el PMI compuesto, que incluye tanto el sector industrial como el de servicios, se situó en 50,2, ligeramente por debajo de la estimación de los analistas, que era de 50,4. A su vez, tanto las solicitudes iniciales de desempleo como los reclamos continuos resultaron menores a lo esperado por los economistas, señalando que el mercado laboral mantiene su fortaleza. Esta nueva información refuerza la posibilidad de que la Reserva Federal aumente la tasa de referencia nuevamente este año o la mantenga elevada por más tiempo. Algunos miembros de la Fed se expresaron en esta dirección. Christopher Waller, miembro del comité de la Reserva Federal, indicó que la reciente serie de datos económicos otorga a la entidad el espacio para considerar si es necesario incrementar las tasas de interés. En este marco, los rendimientos de los *treasuries* se incrementaron a lo largo de la curva. El rendimiento de la tasa a 2 años subió 11pbs desde el lunes, situándose en 4,98%, mientras que el tramo largo lo hizo en 12pbs, alcanzando el 4,17%. De esta manera, el spread entre la tasa de 2 y 10 años, se ensancho en 11pbs hasta los 81pbs.

A pesar de que los indicadores económicos continúan demostrando la fortaleza de la economía estadounidense, existe cierta preocupación en el mercado debido a algunas señales que sugieren una posible desaceleración en la actividad económica. Por un lado, la falta de recuperación en la actividad económica en China plantea preocupaciones sobre su impacto en el comercio internacional y en las empresas que operan en ese país. Por otro, el tono *hawkish* de los miembros de la Fed aumenta las expectativas de un incremento adicional de la tasa de referencia en lo que resta del año o que las mantenga elevadas por más tiempo. En este sentido, aumentaron las expectativas por parte del mercado de que la Reserva Federal incremente la tasa en la reunión de noviembre. Así, la probabilidad pasó de 31% el primero de septiembre a 37,2% hoy. Por el lado del *equity*, se ha registrado una disminución del 1,11% en lo que va de septiembre, después de haber experimentado una caída del 1,77% en agosto. Aunque podemos relacionar esto a las expectativas de recesión o las medidas de China que prohíben que los funcionarios gubernamentales chinos utilicen *iPhones*, lo cierto es que también existe un factor estacional en agosto y septiembre. El trading tiende a disminuir en agosto, ya que los operadores e inversores se van de vacaciones antes de que termine el verano. Aunque agosto presenta desafíos en Wall Street, septiembre es aún más complicado, históricamente siendo el peor de todos los meses para el mercado. En la última década, el S&P 500 ha caído en promedio un 1% cada septiembre. Es probable que los operadores se hayan anticipado a esta situación luego de un buen año para el índice (16,1% en lo que va del año).

Expectativa de tasas de interés proyectada por la Fed vs la esperada por el mercado (En%)



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

Clave: En este contexto, la tasa de rendimiento a 10 años ha comenzado la jornada al alza, aumentando en 2 puntos básicos. Como mencionamos previamente, Christopher Waller expresó su preocupación por los niveles de inflación y dejó abierta la posibilidad de un aumento adicional en las tasas de interés, en línea con otros miembros de la Reserva Federal que hicieron lo mismo en semanas anteriores. En esta dirección, el miércoles 13 de septiembre se publicará el índice de precios al consumidor correspondiente al mes de agosto. Los analistas del mercado anticipan una aceleración en la inflación interanual (se espera un 3,6% para agosto, frente al 3,2% registrado en julio). Los precios de la gasolina podrían desempeñar un papel significativo en este aumento de precios. Al mismo tiempo, se espera que la inflación subyacente, que excluye los precios de los alimentos y la energía, disminuya (se prevé un 4,3% para agosto, en comparación con el 4,7% de julio). Si esta dinámica se materializa, podría ser una noticia positiva tanto para la Reserva Federal como para el mercado. Además, durante esta semana también se darán a conocer datos relacionados con el sector industrial, como el índice de precios al productor.

Lo que Pasó

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
4-sep	JAP	Gastos domésticos YoY	Jul	-5,0%	-2,5%	-4,2%
5-sep	ARG	Ventas domésticas de vehículos Adefa	Ago	30294		30928
	BR	Producción Industrial MoM	Jul	-0,6%	-0,3%	0,1%
	UK	Cambios a reservas oficiales	Ago	1472M		923M
	US	Órdenes de bienes duraderos	Jul	-5,2%	-5,2%	-5,2%
6-sep	US	Balanza Comercial	Jul	-65,0B	-67,5B	-65,5B
	US	Índice ISM Services	Ago	54,2	52,5	52,7
	CH	Balanza Comercial	Ago	68,36B		80,60B
	BR	Producción de vehículos Anfavea	Ago	226954		183016
7-sep	ARG	Producción industrial YoY	Jul	-3,9%	-3,6%	-2,3%
	ARG	Actividad de construcción YoY	Jul	-5,8%		-2,8%
	JAP	PIB SA QoQ	2Q	1,2%	1,4%	1,5%
	US	Productividad no agrícola	2Q F	3,5%	3,4%	3,7%
	US	Peticiones Iniciales de desempleo	Sep	216K	234K	228K
8-sep	US	Inventarios al por mayor MoM	Jul	-0,2%	-0,1%	-0,1%

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

Lo que Vendrá

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
11-sep	CH	Oferta de dinero M2 YoY	Ago		10,7%	10,7%
12-sep	BR	IBGE inflación IPCA YoY	Ago		4,66%	3,99%
	JAP	IPP YoY	Ago		3,3%	3,6%
	UK	Desempleo registrado	Ago			4,0%
13-sep	US	IPC MoM	Ago		0,6%	0,2%
	US	IPC YoY	Ago		3,6%	3,2%
	UK	Produccion industrial MoM	Jul		-0,6%	1,8%
	JAP	Órdenes de máquinas centrales MoM	Jul		-0,7%	2,7%
14-sep	ARG	IPC Nacional MoM	Ago		11,25%	6,3%
	ARG	IPC Nacional YoY	Ago		121,5%	113,4%
	CH	Produccion industrial YoY	Ago		3,9%	3,7%
	US	Demanda final PPI MoM	Ago		0,4%	0,3%
15-sep	US	Índice de precios de importación MoM	Ago		0,3%	0,4%
	US	Producción industrial MoM	Ago		0,1%	1,0%
	US	Percepción de la U. de Michigan	Sep		69,2	69,5
	BR	Ventas al por menor YoY	Jul		2,0%	1,3%

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

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

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.