

21 de septiembre de 2023

Daily Mercados

ppi

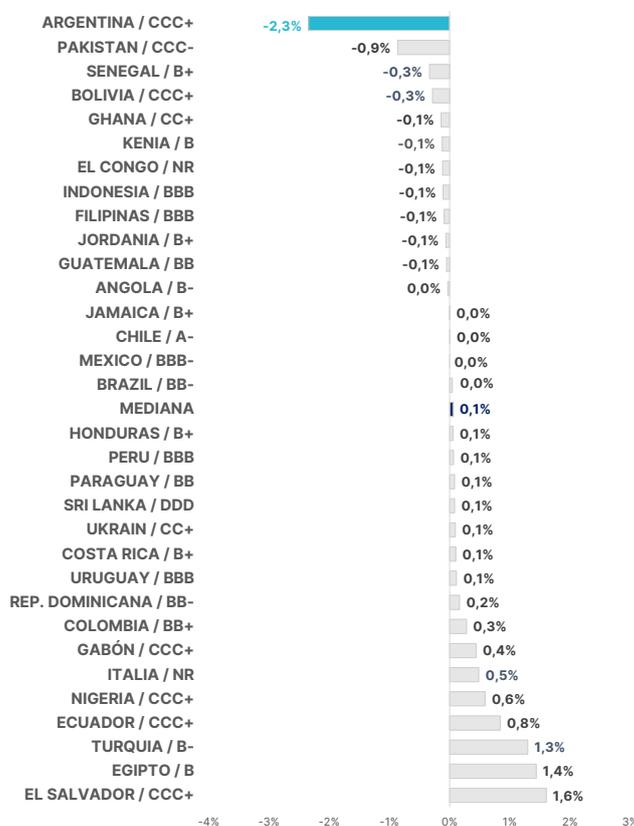
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

La deuda en dólares no detiene la caída

Los Globales inician la mañana profundizando los recortes de hasta 2,5%, una dinámica similar a la vista ayer. En este sentido, **la deuda en dólares argentina que, previo al comunicado de la Fed, recortaba un 1%, finalizó la jornada de ayer con disminuciones que rondaron entre 1,9% y 2,3%**, luego de conocerse la decisión de la entidad monetaria. Ampliando este punto, los recortes de los Globales se vieron acentuados en la parte más corta de la curva con el GD29 y GD30 a la cabeza (-2,3%), luego se ubicó el GD41 (-2,2%), el GD35 (-2,1%) y por último el GD38 y GD46 (-2% y -1,9% respectivamente). Este desempeño hundió el precio promedio ponderado a los US\$30,2 frente a los US\$30,9 de la jornada previa, significando una disminución diaria del 2,2%.

Este comportamiento contrasta con el observado en el resto de los emergentes. El comunicado de la Fed, indicando que espera que la tasa de política monetaria se mantenga alta por más tiempo de lo previsto (ver sección internacional), parece no haber impactado de manera significativa la cotización de los títulos emergentes. En este sentido, **la performance del EMB ETF que sigue el comportamiento del segmento, disminuyó solamente un -0,08% ayer.** Si miramos en mayor detalle, la deuda de países *distressed* comparables con Argentina mostraron desempeños dispares, **aunque ninguno con una caída tan marcada como la observada en los Globales.** Por ejemplo, si tomamos títulos de similar *duration* al GD30, los bonos de El Salvador y Ecuador aumentaron un 1,6% y 0,8% respectivamente, mientras que disminuyeron los títulos de Pakistán (-0,9%) y Bolivia (-0,3%). Por su parte, el bono comparable argentino cayó un -2,3%. **En este sentido, la caída de los Globales parece estar explicada por factores idiosincráticos.** Como mencionamos en otras oportunidades, la deuda en dólares argentina continúa mostrando una performance más negativa que sus pares en lo que va del mes, lo que podría deberse a un aumento de la percepción del riesgo soberano argentino.

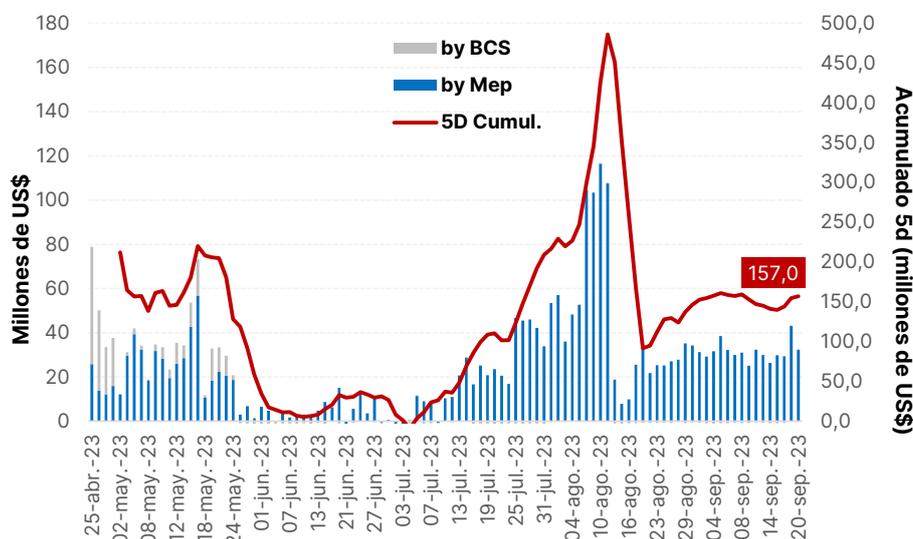
Performance deuda emergente ayer



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

Por otro lado, **en el día de ayer, la presencia del Banco Central el mercado de bonos disminuyó con respecto al martes**. De esta manera, la entidad **se desprendió de US\$31,4 millones** para contener los tipos de cambio financieros, frente a los US\$42,5 millones de ayer (cifra más alta desde las PASO). Así, la intervención oficial del miércoles disminuye el ritmo de intervención retomando el promedio diario de la semana pasada que se posicionó en los US\$28 millones. En lo que va de septiembre, el BCRA ya habría vendido cerca de US\$430 millones de acuerdo con nuestra estimación para contener los dólares financieros. Como mencionamos en nuestro [Daily](#) de ayer, **nos parecía importante determinar si la aceleración vista el martes se trataba de una nueva dinámica o un aumento puntual**. Si bien descontamos que el BCRA incremente su presencia en el mercado de bonos a medida que nos acercamos a las elecciones generales nos llamó la atención que se observe tantos días de anticipación teniendo en cuenta a su vez que todavía se encuentra vigente el programa “dólar soja”. Si bien la mayor presencia en la rueda del martes parecería ser un incremento ocasional, será importante seguir de cerca la intervención del BCRA a medida que nos acercamos a la contienda electoral de octubre.

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

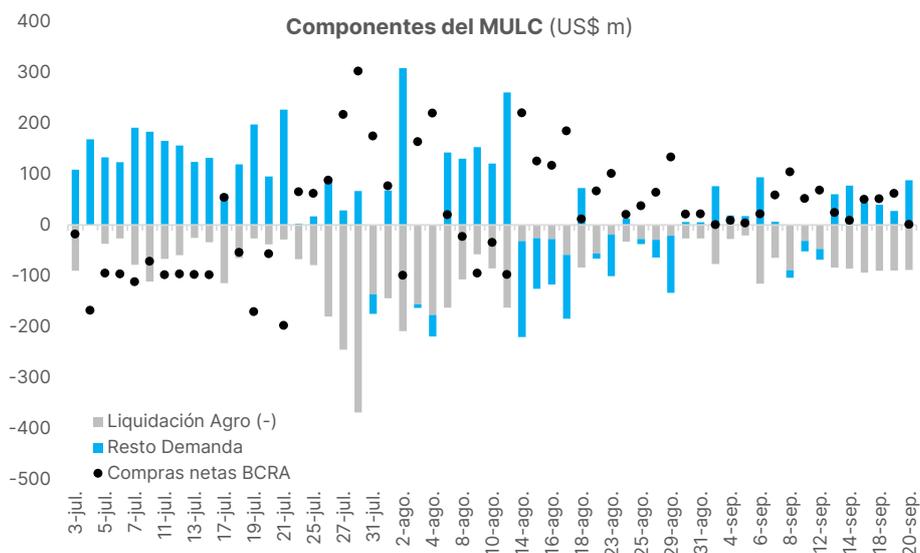


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Magras compras del BCRA

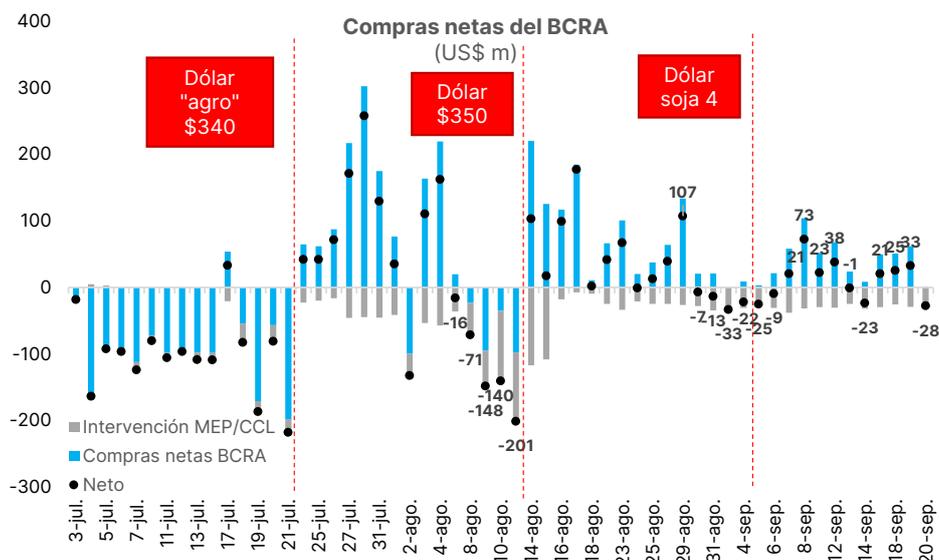
A siete ruedas del fin del dólar “soja”, las compras del Banco Central se desaceleraron notoriamente, siendo un anticipo de lo que vendrá una vez que la liquidación masiva del agro se retire del MULC. El BCRA adquirió US\$1 millón, lo que contrasta significativamente con el resultado positivo de US\$62 millones del martes. De esta forma, se convierte en **la compra más baja desde el inicio del Programa de Incremento Exportador (PIE) el 05/09**. Esta desaceleración en el ritmo de compras no se explicaría por el lado de la oferta. De momento, **la liquidación de cereales y oleaginosas sigue fluyendo** con un promedio de US\$89 millones en los últimos cinco días. Por lo tanto, creemos que **la autoridad monetaria habría irrigado de dólares a la demanda privada en el margen**, la cual se encuentra muy pisada respecto a los días pre-devaluación del 14/08. En relación con este punto, el “resto de la demanda” (residual de la liquidación del agro y las compras netas del BCRA) recortó de un promedio de US\$126 millones diarios entre el 01/08 y el 11/08 a un estimado de US\$33 millones desde que inició el dólar “soja”.

Liquidación del agro fluye y la demanda privada continúa reprimida

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

Retomando las operaciones de ayer, la intervención en los dólares financieros correspondiente al lunes (impacta t+2 en reservas) totalizó US\$29 millones. Por ende, considerando la magra compra de US\$1 millón en el MULC, el flujo neto de la intervención entre ambos mercados volvió a terreno negativo. **El drenaje fue de US\$28 millones, el rojo más alto desde el 01/09 previo a la implementación del dólar "soja"**. Más allá de este dato puntual, **el BCRA continúa teniendo una intervención neta positiva entre MULC y CCL/MEP de US\$148 millones desde que inició el dólar "soja"**. Es decir, el programa todavía cumple su objetivo de brindar divisas para contener los dólares financieros, en especial el MEP. Pensando más allá del 30/09 cuando finalice el PIE, **esperamos que confluyan tanto el retiro masivo de la oferta del agro del MULC**, ya que entra en su período de baja estacionalidad y no habrá incentivos a liquidar, **y una mayor intervención en los dólares financieros**. Respecto a esto último, se juntarán tanto la dolarización de portafolios pre-eelectoral, que podría ser más abrupta de lo habitual debido al escenario de tercios, y el retiro de la oferta del dólar "soja" del CCL, forzando a la autoridad monetaria a acelerar su ritmo de intervención. En tanto, en relación con el MULC, consideramos que las ventas del BCRA regresarán aún con una demanda privada muy reprimida. Por ende, vemos inevitable que la intervención neta entre ambos mercados se torne sistemáticamente negativa en las tres semanas entre el 30/09 y las elecciones del 22/10. Por esto mismo, se vuelve muy relevante las divisas que pueda capturar el Banco Central en lo que resta del dólar "soja".

La mayor intervención neta negativa desde que inició el dólar "soja"



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

En cuanto al PIE, según la Bolsa de Comercio de Rosario, **el volumen operado bajo el dólar "soja" se mantiene alrededor de 175.000/185.000 toneladas diarias**, ubicándose muy por debajo de los 400.000 de principios de la semana previa. Parecería que la comercialización perdió impulso al acercarse a la finalización del programa. No obstante, destacamos que, en las ediciones anteriores, el volumen operado y la liquidación tuvo un *sprint* final. Por ahora, **se llevan comercializadas 3,2 MTn o el equivalente a US\$1.584 millones, de los cuales US\$1.188 millones irán canalizándose vía el MULC y los restantes US\$396 millones podrían liquidarse en el CCL**. Esto explicaría la baja del CCL de 1,9% nominal o 6,9% real en apenas doce ruedas a \$741. No obstante, como mencionamos en nuestro último informe ["¿El último conejo de Massa?"](#), la **transitoriedad de la mayor oferta en CCL hace suponer que esta caída sería transitoria**.

La comercialización bajo el PIE desaceleró

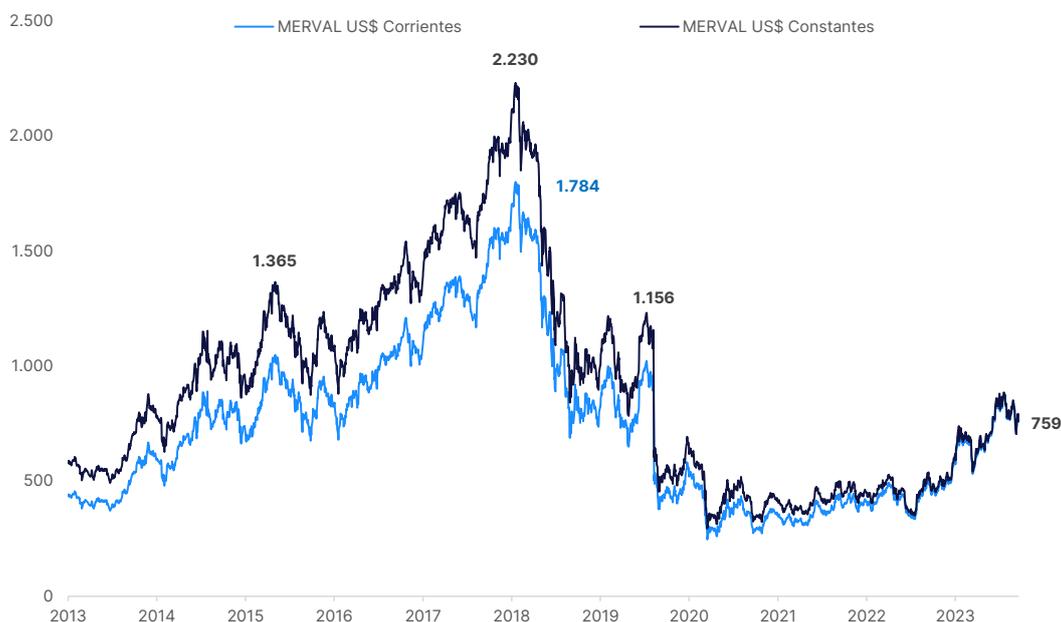
Fecha	MTn comercializadas			Precio Total	US\$ m		
	Total	A liquidar en MULC	Libre		Total	A liquidar en MULC	Libre
5-sep	0,05	0,03	0,01	0,03	23	17	6
6-sep	0,21	0,16	0,05	0,17	106	80	27
7-sep	0,47	0,35	0,12	0,35	230	173	58
8-sep	0,26	0,20	0,07	0,17	130	98	33
9-sep	0,00	0,00	0,00	0,00	1	1	0
11-sep	0,18	0,14	0,05	0,16	91	68	23
12-sep	0,41	0,31	0,10	0,32	202	152	51
13-sep	0,40	0,30	0,10	0,24	199	149	50
14-sep	0,43	0,33	0,11	0,33	214	160	53
15-sep	0,25	0,19	0,06	0,17	124	93	31
16-sep	0,00	0,00	0,00	0,00	1	0	0
18-sep	0,18	0,13	0,04	0,12	86	64	21
19-sep	0,18	0,14	0,05	0,11	87	65	22
20-sep	0,19	0,14	0,05	0,11	90	67	22
Acum.	3,2	2,4	0,8	2,3	1.584	1.188	396

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

Otro revés al Merval

El principal índice bursátil argentino sumó una nueva rueda en negativo. **Perdió 2,7% en dólares y se ubicó en US\$759**. El Merval en pesos fue la principal razón, siendo que cayó 2,5% con un panel completamente teñido de rojo. Más allá de los débiles fundamentos de la política y economía argentina, esta vez el motivo parece estar en el extranjero dado que **la mayoría de los índices esbozaron pérdidas durante la jornada**. De hecho, los índices más importantes de Estados Unidos marcaron retrocesos importantes a lo largo del día. El S&P 500 cayó 0,9%, el Nasdaq 1,5% y el Dow Jones, que había comenzado la jornada en verde, culminó en -0,2%. Sin lugar a duda, **el driver del día fue el comunicado de la Reserva Federal**. Si bien la entidad mantuvo la tasa de referencia en el rango esperado (5,25%-5,50%, el más alto desde 2001), **el anuncio de *higher for longer* generó revuelo**. El dot plot mostró que el comité espera que en 2024 se mantenga una tasa rondando 5,1% y que en 2025 la misma sea de aproximadamente 3,9%. Ambas estimaciones implicaron una suba de 50 puntos básicos respecto de lo proyectado en junio. Adicionalmente, reforzaron la idea de un alza adicional en lo que queda del año, otra cuestión contra la que el mercado se resiste. Además, esta nueva pausa, la segunda desde marzo 2022, denota que el comité parece estar a la espera de nuevas señales de parte del mercado laboral, que en su último relevamiento dio señales de debilitamiento (ver sección internacional). En definitiva, desde conocida la noticia, el equity sufrió las consecuencias, pues no solo las tasas de descuento incrementan, sino que también las perspectivas macroeconómicas se complejizan. ¿Volverá el *risk-off*? Por lo pronto no parece que este vaya a ser el caso, al menos mientras los datos económicos de la economía más grande del mundo se mantengan sólidos.

El Merval sigue cerca de sus máximos en cuatro años



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

Dirigiéndonos a las variaciones del equity argentino, dentro de la sangría del panel local, las más perjudicadas fueron TGNO4 (-6,07%), COME (-4,64%) y TXAR (-4,37%). En Wall Street, apenas dos papeles sobrevivieron a la embestida. GLOB y TEO sumaron 0,37% cada una. Del otro extremo, BMA (-4,07%), TGS (-3,77%) y SUPV (-3,52%) fueron las de peor performance. Así, el panel de ADRs promedió una caída de 2,0%.

En lo que respecta al universo de CEDEARs, la mayoría de los activos finalizaron por debajo del cero ante el contexto internacional y un dólar que se elevó levemente. De esta forma, entre los certificados de ETFs, tan solo EWZ (+1,30%) y DIA (+0,58%) sumaron, mientras que ARKK (-0,59%) y QQQ (-0,48%) tuvieron los peores desempeños.

Variaciones ADRs (por mayor variación diaria)					Variaciones CEDEARs (por mayor variación diaria)				
	1D	WTD	MTD	YTD		1D	WTD	MTD	YTD
GLOBAL	0,37%	1,75%	-0,16%	21,40%	HMY	8,16%	4,67%	4,74%	190,11%
TEO	0,37%	3,65%	-6,09%	4,13%	IFF	3,86%	1,89%	-5,55%	46,10%
VIST	-0,44%	-0,66%	0,75%	72,41%	IBM	3,10%	3,59%	-2,77%	130,06%
SUPV	-3,52%	-4,26%	-19,54%	14,35%	GM	-1,90%	-1,97%	-5,50%	0,00%
TGS	-3,77%	-0,53%	-10,01%	-4,75%	NVDA	-2,23%	-3,12%	-18,72%	529,01%
BMA	-4,07%	-4,32%	-15,16%	48,23%	GOOGL	-2,48%	-1,95%	-6,63%	227,46%

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

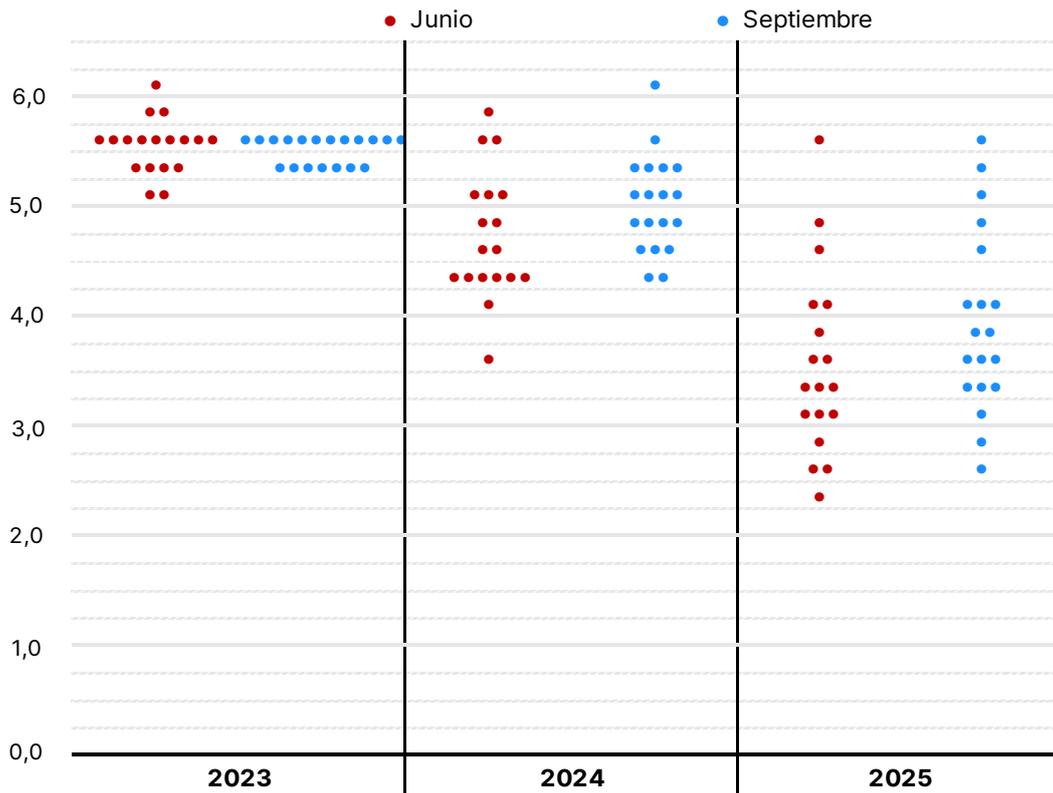
La FED señala tasas más altas por más tiempo

A pesar de no haber realizado modificaciones en la reunión de este miércoles, las proyecciones del comité de la Fed indican que las tasas se mantendrán elevadas por más tiempo de lo que anticipaba el mercado. En este sentido, **la Reserva Federal decidió mantener sin cambios la tasa de política monetaria en el corredor 5,25%-5,50%, el nivel más alto desde el 2001**. El mercado ya anticipaba esta decisión a pesar de que el dato de inflación de agosto mostró cierta aceleración en el margen. Más allá de la decisión, el foco principal estaba puesto en conocer las perspectivas sobre el rumbo futuro de la tasa. En este sentido, **el dot plot, el gráfico que muestra la expectativa de tasa de los miembros del comité, indica un nuevo incremento de 25bps para este año**. El presidente de la Fed, Jerome Powell, ya había señalado que el comité prefería esperar para evaluar el impacto en la economía de los aumentos de tasa anteriores. En este sentido, más allá de la suba de la inflación en el último mes, el comité parece haber tomado nota de cierto enfriamiento del mercado laboral (el desempleo subió ligeramente en agosto) y una desaceleración del crecimiento de los salarios. Durante esta reunión, la Fed revisó sus estimaciones macroeconómicas y las perspectivas de los integrantes del comité sobre la evolución de la tasa de política. **Según estas proyecciones, se espera un incremento de 25bps en la tasa antes de fin de año, teniendo en cuenta que la inflación aún supera el objetivo del 2%**. Si bien esta previsión está en línea con lo publicado en junio, el mercado aún no la tiene plenamente asumida, asignándole, antes de la reunión, una probabilidad del 53%. Para 2024, la Fed proyecta que la tasa se reduzca al 5,1%, lo cual es un alza de 50pbs comparado con el dato reportado tres meses antes. También elevó las estimaciones para 2025 desde 3,4% a 3,9% y ve una baja muy paulatina, con la tasa llegando a un nivel neutral en 2027. **Esto está en línea con el mensaje que estuvo dando la Fed en los últimos meses, asegurando que la tasa se mantendrá elevada por un tiempo considerable (higher for longer)**. Antes de la reunión, el mercado anticipaba que el recorte de tasas comenzaría en junio del año que viene, ahora esa perspectiva se atrasó a julio 2024.

Con respecto al resto de las proyecciones, el FOMC corrigió al alza sus estimaciones de PBI (pasando de 1% a 2,1% para 2023) y la de inflación general PCE (aumentando del 3,2% al 3,3% para este año). Recordemos, que los precios del crudo (Brent) se vienen incrementando 7,1% en lo que va de septiembre, ubicándose en US\$93,01 por barril. Esta dinámica, se traslada a los

precios de la gasolina (US\$3,86 el galón), afectando directamente al Índice de Precios al Consumidor (IPC), lo que permite pensar que la inflación va a ser algo más elevada de lo que se esperaba. A su vez, corrigieron a la baja la tasa de desempleo (del 4,1% al 3,8% para 2023) e inflación núcleo (la redujeron de 3,9% al 3,7% para el año actual). Para adelante, **los miembros de la Fed esperan que la inflación PCE se ubique en 2,5% en 2024 y que recién alcance el target de 2% en 2026.**

Evaluaciones de los participantes del FOMC sobre la tasa adecuada de política monetaria (En %)



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

¿Cómo reaccionaron los mercados? **En el día de ayer la tasa a 10 años se incrementó en 5pbs, y hoy extiende la suba en un punto extra alcanzando 4,46%, su nivel más alto desde el 2007.** En paralelo, el tramo corto (tasa a 2 años) alcanzó su punto máximo en 16 años en el día de ayer (5,17%), mientras hoy recorta 1pbs hacia la zona de 5,16%. La renta variable reaccionó de una manera similar, donde el S&P 500 recortó 0,93% ayer, y hoy el futuro del índice amanece en rojo recortando 0,8%. En esta línea, los futuros de Nasdaq y el Dow Jones también comienzan el día a la baja, restando 1,2% y a 0,5%, respectivamente.

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.