

22 de septiembre de 2023

Daily Mercados

ppi

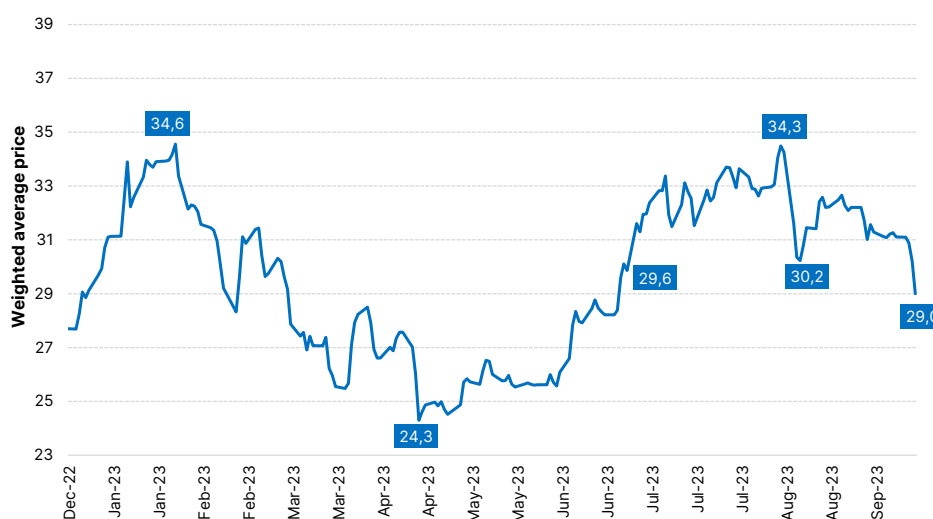
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Deuda en dólares: extienden la merma en un clima internacional adverso

Los Globales arrancan de forma levemente positiva de cara al fin de semana, agregando hasta 0,4% con respecto al cierre de la última jornada. Este color es completamente diferente al que observamos en la rueda de ayer. **La deuda en dólares extendió las pérdidas en una jornada complicada para los activos emergentes y *distressed* en general.** Luego de que la FED diera a entender de que mantendrá las tasas en niveles elevados por más tiempo de lo esperado por el mercado, la tasa de los *Treasuries* a 10 años se incrementó 9bps hasta 4,5%. El nivel más elevado en 16 años. Cabe mencionar que, si la tasa de los bonos libre de riesgo del Tesoro americano se incrementa, es esperable cierto desplazamiento de inversiones desde activos de mayor beta (como los bonos argentinos) hacia instrumentos de calificación crediticia superior (investment grade).

Así, a la incertidumbre política y económica local antes de las elecciones presidenciales de octubre, se le sumó el contexto internacional. Dirigiéndonos a las variaciones en la curva, la misma se movió en terreno negativo entre 3,6% y 4,3%, siendo las pérdidas encabezadas por el GD41 (-4,3%). Luego el GD46 descendió 3,9%, el GD30 y GD35 lo hicieron ambos en 3,8% y por último el GD29 y GD38 3,6% los dos. **Esta performance redujo el precio promedio ponderado a los US\$29, representando una caída diaria del 4%, la más abultada desde el 15 de agosto, dos días después de conocerse el resultado de las PASO.** De esta manera, el precio promedio de los Globales rompió la línea de los US\$30 por primera vez desde fines de junio, llegado a niveles que no observábamos en más de 3 meses.

Evolución precio promedio ponderado Globales en el año

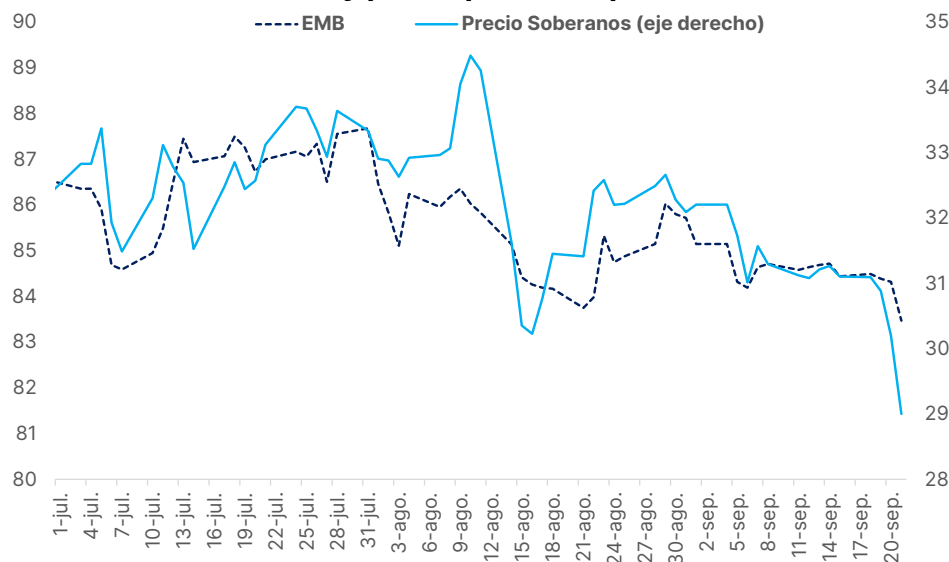


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

A pesar del panorama negativo general para emergentes, la merma de los Globales fue superior a la de sus pares. En esta línea, mientras que el ETF EMB, una referencia internacional para seguir a la deuda emergente, descendió un 1% ayer, el precio promedio ponderado de la deuda en dólares soberana argentina lo hizo en 4%. **El desempeño de los títulos locales es llamativo incluso cuando se los compara con deuda de países emergentes de mayor riesgo.** En este sentido, para exhibir referencias más puntuales, créditos *distressed*, como Pakistán, Ucrania y Egipto disminuyeron 1,6%, 1,5% y 1,4% respectivamente, muy por debajo de la caída de los Globales. Mas allá de que el contexto internacional no acompañe, el factor idiosincrático parece haber influido el día de ayer. De esta manera, como mencionamos en otras oportunidades, los

Globales continúan 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.

Evolución EMB ETF y precio promedio ponderado Globales



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

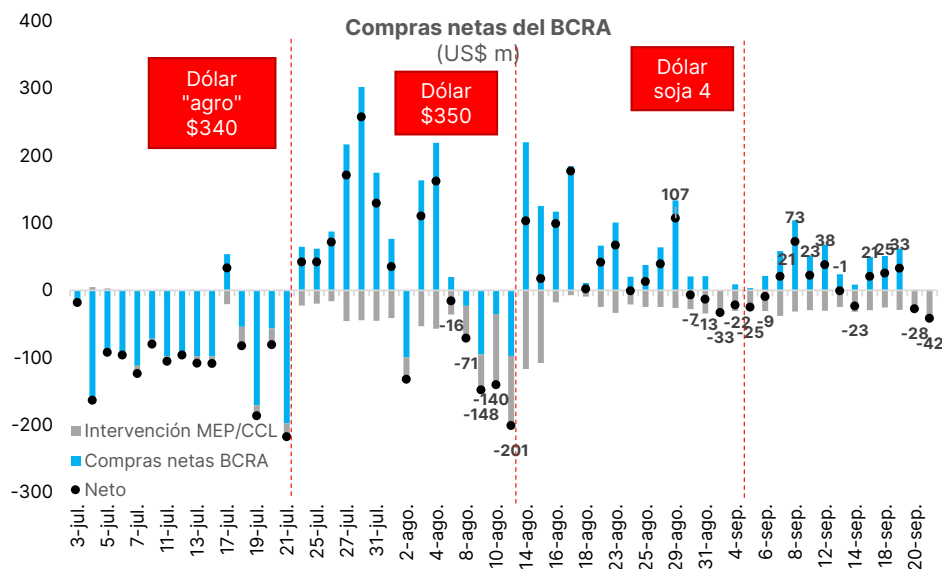
Toma temperatura el CCL y las compras del BCRA se moderan

Tras adquirir US\$1 millón el miércoles, el Banco Central repitió ayer el mismo magro resultado. De esta forma, la racha positiva del BCRA se extendió a 28 ruedas, la más prolongada en la administración Fernández, en las que acumuló US\$1.639 millones, de los cuales **US\$505 millones fueron adquiridos desde el inicio del dólar "soja"**. Un detalle no menor es que **el ritmo de compras se desaceleró significativamente** respecto al promedio de US\$57 millones diarios de los dos días previos. En relación con esto, **la liquidación de cereales y oleaginosas casi recortó a la mitad el miércoles** al pasar de US\$89 millones en promedio en las cinco jornadas anteriores a US\$46 millones. Más allá de esta desaceleración, **continuamos notando un rezago entre comercialización y liquidación de soja bajo el Programa de Incremento Exportador (PIE)**. Según la Bolsa de Comercio de Rosario, **se llevan comercializadas 3,46 MTn de la oleaginosa o el equivalente a US\$1.683 millones, pero la liquidación de cereales y oleaginosas**, que incluye otros cultivos además de soja, **totalizó US\$859 millones entre el 05/09 y el 20/09**. Por lo tanto, consideramos que la liquidación volverá a acelerarse en breve. No obstante, la escasa compra del BCRA de ayer podría indicar que la liquidación se mantuvo en un nivel bajo, que se irrigo en el margen más dólares a la demanda privada o una combinación de ambos eventos.

Faltando seis ruedas para el fin del PIE, el "veranito" que había propiciado el programa comienza a mostrar ciertas flaquezas. **La intervención neta del BCRA entre el MULC y el MEP fue la más negativa desde el 11/08** (viernes pre-PASO) e implicó una salida de divisas por segundo día consecutivo. Considerando que la intervención en MEP fue US\$43 millones el martes (impacta t+2 en reservas por la liquidación de los bonos), la más alta desde el día previo a las Primarias, el **drenaje entre ambos mercados fue de US\$42 millones**. A pesar de esto, **el BCRA continúa teniendo un flujo neto positivo de US\$107 millones desde que inició el dólar "soja"**. Si bien por el momento el programa cumple su objetivo de brindar divisas para contener los dólares financieros, evitando transitoriamente profundizar la caída de reservas, las últimas ruedas son un preludio de lo que ocurrirá una vez que finalice el PIE. Como mencionamos en nuestro [último Daily](#), **la intervención del BCRA en MEP/CCL se perfila a incrementarse en las ruedas entre el 30/09**

y el 22/10, ya que confluirán la dolarización de portafolios y el retiro de la oferta masiva del agro del CCL. En tanto, por el lado del MULC, esperamos que la oferta prácticamente desaparezca tras el fin del programa soja, ya que el agro entrará en su período de baja liquidación. Esta merma estará agudizada por la sequía, el adelanto de liquidación de los sucesivos PIE y la expectativa de una devaluación abrupta en noviembre/diciembre.

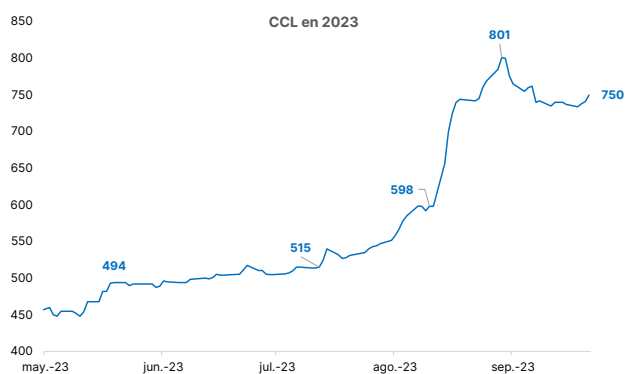
Intervención neta negativa por segundo día consecutivo



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

Como un adelanto de lo que puede suceder con el CCL una vez que finalice el dólar "soja" y no se canalice liquidación del agro por este mercado, ayer **el dólar financiero exhibió su mayor suba diaria desde el 29/08**. El CCL Senebi trepó \$9 o 1,2% hasta \$750, marcando su tercera suba consecutiva. De esta manera, la brecha cambiaria cerró en 114,3%, ya quedando a un paso de volver a 115,7%, el nivel previo al PIE. Con este panorama, comenzaron a surgir rumores acerca de que el equipo económico estaría evaluando expandir el esquema "soja" de 75% de liquidación por MULC y 25% de libre disponibilidad para el resto de las exportaciones tras el 30/09. No obstante, somos escépticos que esto ocurra, dado el impacto que tienen ciertos exportables en la cadena de precios argentina, fenómeno es prácticamente imperceptible con la soja. Por ende, considerando que el tipo de cambio efectivo teórico sería de \$450, el efecto de una medida de esta índole sobre la inflación sería similar al de un salto discreto del dólar oficial de 29%.

CCL al alza por tercer día



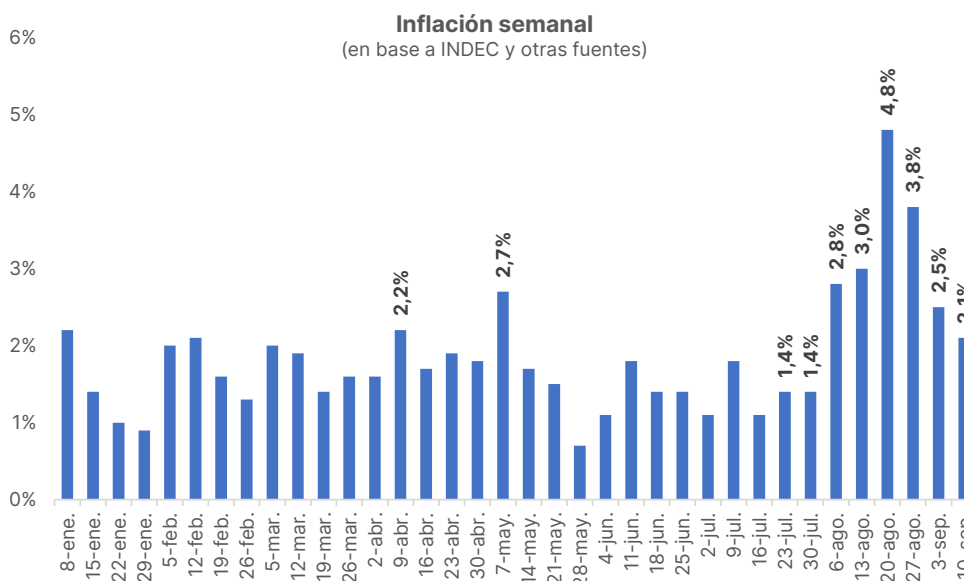
La brecha rebota a niveles cercanos a pre-dólar "soja"



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

Respecto a la evolución del ritmo de precios, **hoy la Secretaría de Política Económica publicará la inflación de la semana anterior**. Como mencionamos en nuestro informe [“¿El último conejo de Massa?”](#), la motivación del equipo económico para publicar esta información sería mostrar una inflación semanal en descenso de cara a la elección y, así, evitar ir a la elección con la inflación mensual de septiembre como último dato, la cual se perfila a un guarismo similar al 12,4% de agosto. Recordamos que **este indicador se desaceleró marcadamente desde 4,8% la semana de la devaluación del 14/08 a 2,1% la semana finalizada el 10/09**.

Inflación semanal en descenso



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

Envuelto en la marea roja

Un mes ha pasado de aquel espectacular rally donde el dólar se aceleraba y el principal índice bursátil argentino lo sobrepasaba día a día. Prácticamente sin apoyo fundamental, dado que el escenario de tercios trajo muchísima incertidumbre política y la situación económica adelantaba un fuerte deterioro tras el salto devaluatorio post-PASO. Además, la lógica era incongruente, pues no todas las compañías que componen al índice poseen sus ingresos dolarizados, lo que significaba una licuación de sus beneficios. Aun así, el Merval en pesos avanzaba a paso firme. Tanto es así, que el índice alcanzó su máximo histórico en pesos ajustados por inflación el 29 de agosto, con un dólar completamente envalentonado que acariciaba los \$800 por primera vez.

Hoy esos tiempos parecen lejanos. Aun con relativa calma en el frente cambiario, pues desde el 7 de septiembre el dólar medido por ADRs oscila entre \$730 y \$750, el Merval no logró capitalizarse. De hecho, en las últimas tres jornadas, la caída estuvo explicada por el índice en pesos, que sigue retrocediendo. Mientras que en la jornada previa la totalidad del panel cerró en rojo, ayer fueron dieciséis de los veinte papeles los que culminaron en negativo. Así es como **el Merval anotó otra rueda de pérdidas, cayendo 2,50% hacia US\$740**.

El Merval se aleja de su máximo en pesos (ajustado por inflación)



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

¿Peligran nuevamente los US\$700? No lo descartamos. **Desde una visión fundamental, cuesta observar drivers positivos para el equity local.** Si bien hay sectores, como el de Oil&Gas y el de generación energética que tienen un futuro cercano más prometedor, es necesario que la economía se estabilice para poder desarrollar su inmenso potencial. Sin ir muy lejos, será necesario destrabar las importaciones para que estos mismos sectores puedan impulsar el crecimiento, y para ello se requieren reservas que hoy carecemos. También, será necesario abrirles las puertas a capitales extranjeros y mejorar las condiciones de juego (eliminar distorsiones del mercado como el barril criollo, habilitar giros de dividendos, sincerar y unificar el tipo de cambio, permitir que el mercado regule sus precios a través de la competencia, entre otros) para fomentar la inversión y que el avance sea lo más rápido posible.

Sin embargo, no hay un camino claro en dicha dirección. Por el contrario, observando las medidas anunciadas por Massa en su condición de ministro de economía, todo apunta a un déficit fiscal creciente, que repercutirá indirectamente en la inflación, pues dicho déficit requerirá de una mayor emisión monetaria. Así, **cada vez será más costoso en términos políticos llevar a cabo las medidas necesarias para volver a un sendero de crecimiento**, porque cada vez será mayor el costo que deberán pagar los argentinos. En definitiva, con la falta de previsibilidad y de medidas coherentes y ordenadas, sumado a una fuerte ancla fiscal, **no llamaría la atención que el índice siga descendiendo**. Ello es aún más cierto si a esto se le suman las presiones del norte, ya que el accionar de la Reserva Federal llama a los inversores a tener cautela, perjudicando a las naciones más riesgosas.

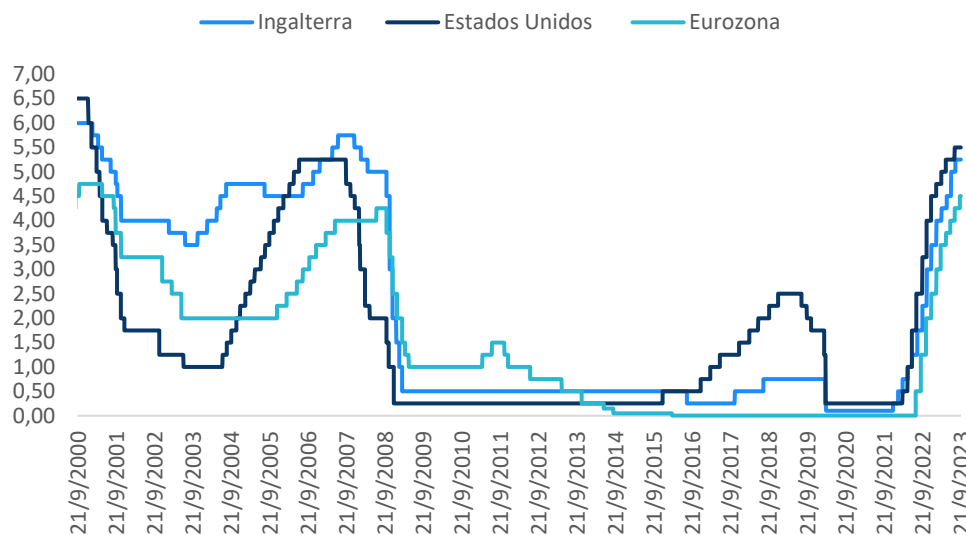
Nuevas decisiones de tasa de interés: Gran Bretaña y Japón

Luego de que el miércoles la Reserva Federal decida mantener la tasa de política monetaria, en el día de ayer **el Banco de Inglaterra (BoE) puso fin a una serie de 14 aumentos consecutivos de su tasa de referencia**. Desde diciembre del 2021 que el banco inglés, en su lucha contra la inflación, llevó la tasa de política desde 0,1% al 5,25% en agosto pasado, su nivel máximo en 15 años. **La decisión no fue unánime**. El comité de Política monetaria votó 5-4 a favor de mantener esta tasa en su reunión de septiembre, con cuatro miembros prefiriendo otro aumento de 25

puntos básicos, lo que hubiese llevado a la tasa a 5,5%. **El Comité de Política Monetaria también votó por unanimidad reducir sus compras de bonos del gobierno del Reino Unido** en £100.000 millones (US\$122.600 millones) durante los próximos 12 meses, llevando la intervención total hasta los £658.000 millones, haciendo que su política monetaria sea más restrictiva. En este contexto, la libra esterlina se depreció 0,66% frente al dólar estadounidense entre ayer y hoy.

En un contexto diferente, **el Banco de Japón (BoJ) mantuvo la tasa de referencia en terreno negativo (-0,1%) y sostuvo el objetivo para el rendimiento de los bonos a 10 años en 0%, con un techo efectivo del 1%**. De este modo, el BoJ parece estar decidido en mantener sus políticas de estímulos por un tiempo más. Al igual que la libra, el yen se siguió depreciando en 0,43% contra el dólar, luego de que se haya hecho público el comunicado. El camino que están tomando las autoridades japonesas, va a contramano del *policy making* del resto de los bancos centrales de países desarrollados, los cuales en las últimas reuniones mostraron su determinación en mantener elevado el costo del crédito.

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



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

¿Qué pasó ayer en los mercados? Tras asimilar el mensaje de la FED *"higher for longer"*, los activos financieros dieron un paso atrás. De esta manera, **la tasa de referencia a 10 años del bono americano observó un ascenso de 9pbs en el día de ayer, hasta 4,49%, su máximo nivel en 16 años**. Mientras que el escenario de tasas elevadas por más tiempo jugó en contra del *equity*, sobre todo para las tecnológicas. Bajo este marco, **el Nasdaq es el índice que más sufrió, descendiendo 1,86% ayer, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones que lo hicieron en 1,64% y 1,08%, respectivamente**. Sin embargo, hoy el panorama luce algo mejor y los futuros de los principales índices bursátiles amanecen al alza. En primer lugar, se encuentra el Nasdaq sumando 0,72%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones que lo hacen en 0,4% y 0,2%, cada uno. Por el lado de la renta fija, se observa un recorte en los rendimientos de los bonos a lo largo de la curva. De este modo, el tramo largo (tasa a 10 años) resta 2pbs desde el máximo de ayer hasta 4,47%, mientras que la tasa de referencia a 2 años se ubica en 5,12% observando un descenso de 2pbs desde ayer.

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.