25 de septiembre de 2023

Perspectivas de la semana

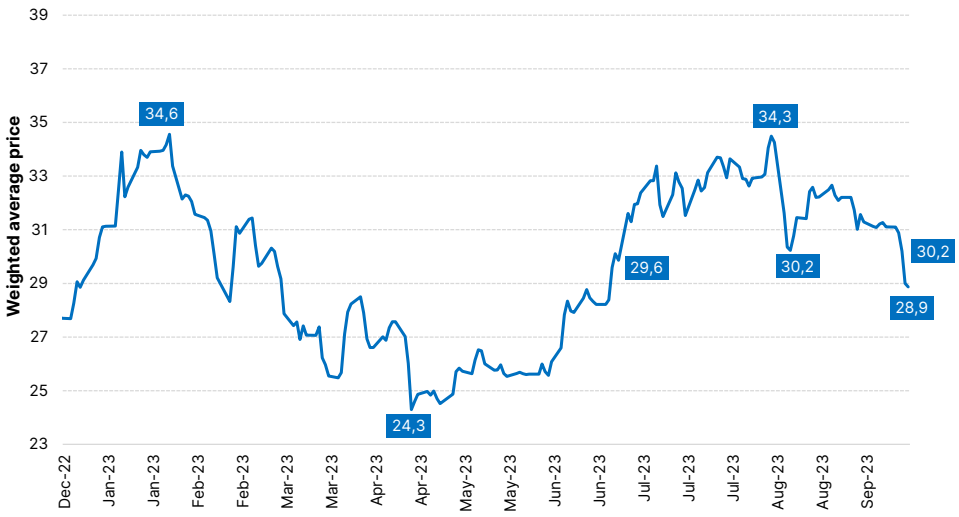
ppi

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

Los Globales profundizan su caída en lo que va de septiembre

La deuda en dólares tuvo su segunda peor semana desde que se conocieron los resultados de las PASO. En este sentido, el precio promedio ponderado de los Globales descendió un 7,1% (-US$2,2) en la semana, llevando la cotización a los US$28,9, frente a los US$31,1 del viernes anterior. En concreto, la mayor parte de la caída exhibida en la semana fue por el profundo declive del jueves. Ese día, los Globales rompieron la línea de los US$30 por primera vez desde fines de junio, llegando a niveles que no observábamos en más de tres meses.

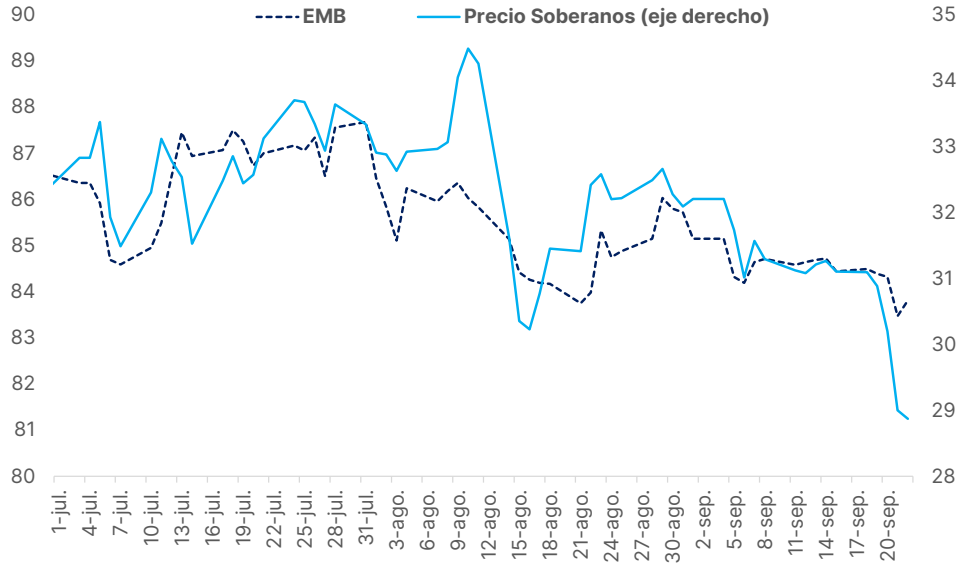
Evolución precio promedio ponderado Globales en el año



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

Una parte de la débil performance de la deuda en dólares local puede explicarse por los acontecimientos internacionales. En esta línea, el miércoles, la FED dio a entender que mantendrá las tasas en niveles elevados por más tiempo de lo que el mercado esperaba. Esto llevó a que la tasa de referencia de los *Treasuries* a 10 años se incremente considerablemente, ubicándose en el nivel más elevado desde el 2007, afectando negativamente la dinámica de la deuda emergente en general. Mas allá de esto, la evolución semanal de los títulos en dólares argentinos no puede explicarse completamente por el factor externo, ya que los bonos criollos tuvieron caídas considerablemente más marcadas que las observadas en países comparables. Esto sugiere que la performance desfavorable de los Globales se explica también, en parte, a factores idiosincráticos. En este sentido, el EMB ETF compuesto por bonos emergentes descendió 0,8% en la semana, mientras que la deuda de países *distressed* como Pakistán (-4,1%), Ucrania (-3,1%) o Gabón (-1,9%), también mostraron caídas menores a la exhibida por los títulos argentinos.

Evolución EMB ETF y precio promedio ponderado Globales

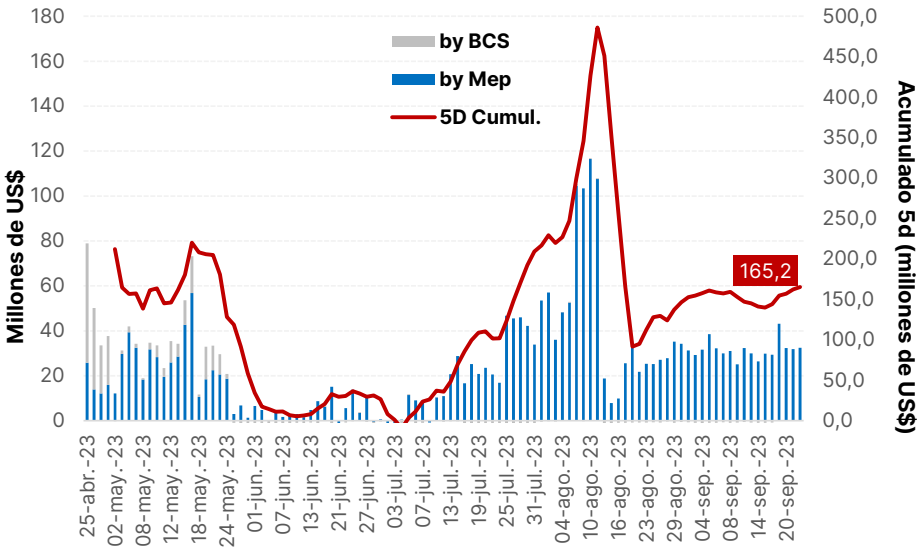


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Así las cosas, dirigiéndonos a las variaciones puntuales, en la semana el título que mostró el descenso más marcado fue el GD41 cayendo 7,4%, justo por detrás lo siguió el GD29 que se deslizó 7%. Por su parte, el GD30 recortó 6,9% y el GD35 y GD46 lo hicieron en 6,8% ambos. Finalmente, el GD38 mermó 6,5%. De esta manera, la tónica negativa fue generalizada, sin observarse diferencias significativas si se consideran títulos de diferentes *indentures*.

En lo que respecta al mercado local, la participación del BCRA en el mercado de renta fija se mantuvo esta semana. En este sentido, el promedio diario de intervención de la semana se ubicó en los US$33, en línea con el promedio de la semana anterior en los mismos días. De todas formas, si bien el promedio diario se mantuvo el martes vimos una aceleración puntual en este segmento. La misma se ubicó en los US$42,5 millones, superando con margen el nivel del resto de las ruedas. Así, en lo que va de septiembre, el BCRA ya habría vendido cerca de US$492,9 millones de acuerdo con nuestra estimación para contener los dólares financieros.

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



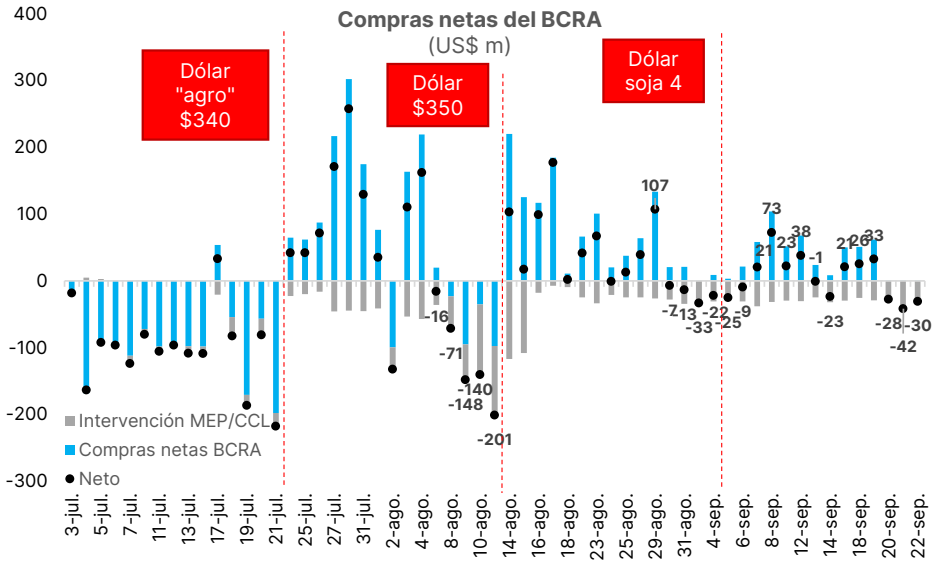
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: A medida que nos acercamos a las elecciones generales de octubre, será importante seguir de cerca los niveles de intervención del BCRA en el mercado de bonos. En este sentido, si bien el nivel diario parece estable en las últimas semanas, el pico puntual observado el martes llamó la atención. Habrá que permanecer atentos si hay novedades respecto a la extensión del esquema "dólar soja" (ver sección macro). Adicionalmente, será fundamental seguir de la evolución de la deuda en pesos. En este sentido, la semana pasada los títulos en moneda local volvieron a mostrar una tendencia negativa. fue nuevamente negativa para los títulos denominados en moneda local. Los más perjudicados en lo que va del mes son los títulos que ajustan por CER, los cuales exhiben las mayores caídas con declives de hasta 16,9%, seguidos por los DL (hasta -7,7%) y los Duales (hasta -7,3%). En este contexto, esta semana tendremos una nueva licitación del Tesoro. Entre hoy y mañana deberían publicarse las condiciones de la última licitación de septiembre, que se llevará a cabo este miércoles 27. En esta oportunidad, los vencimientos rondan los $246.600 millones de los cuales pensamos que el 95% se encuentra en mano de privados. Será interesante analizar los títulos que se presentarán en la licitación teniendo en cuenta la evolución desfavorable de los bonos en pesos durante las últimas semanas.

¿Massa saca otro conejo de la galera luego del dólar "soja"?

El Banco Central compró apenas US$1 millón el viernes, repitiendo esta marca por tercera jornada consecutiva. En paralelo, la autoridad monetaria sigue interviniendo para mantener el MEP en torno a $680 con unos US$30 millones diarios. Específicamente, entre el 18/09 y el 20/09 destinó US$103 millones (se reflejan t+2 en reservas) para contener este dólar financiero. Así, el resultado neto de las últimas tres ruedas fue -US$28 millones, -US$42 millones y -US$30 millones (acumulado -US$100 millones), hilvanando tres rojos consecutivos por primera vez, justamente, desde la antesala del dólar "soja" 4. Que el flujo entre ambos mercados sea negativo para el BCRA mientras se lleva adelante un Programa de Incremento Exportador rompe la estrategia de comprar en el mercado oficial, con el producido abastecer en el financiero y con el sobrante acumular reservas para intervenir más adelante, lo que a todas luces es un mal augurio.

La intervención neta totalizó un rojo de US$100 millones en las últimas tres ruedas



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

A pesar del panorama desolador que brinda el flujo neto del BCRA de los últimos tres días, el dólar "soja" todavía puede traer buenas noticias. El programa sigue fluyendo aguas arriba pero todavía

no termina de plasmarse en la liquidación de exportaciones y esto no da espacio a compras de magnitud de la autoridad monetaria. Según la Bolsa de Comercio de Rosario, se comercializaron 3,43 MTn entre el 05/09 y el 21/09, cuyo valor de mercado equivale a US$1.683 millones y de los cuales US$1.262 millones deben ser liquidados por el MULC. Cuando se observa que la liquidación de los exportadores en el MULC, en el mismo período asciende a US$927 millones y, asumiendo que US$195/260 millones corresponde a otros cultivos (US$15/20 millones diarios), concluimos que quedan pendientes por canalizar por el mercado oficial US$530/595 millones de lo ya comercializado. Adicionalmente, quedará por liquidar lo que se haya comercializado el viernes más lo que se opere en las últimas cinco ruedas de esta semana, considerando que las versiones previas de los PEI siempre mostraron un *sprint* final. En definitiva, dado el desfasaje entre comercialización en dólar "soja" y liquidación en MULC, no debería sorprendernos ver compras oficiales significativas en las próximas ruedas e incluso en las posteriores a la expiración del esquema el 30/09.

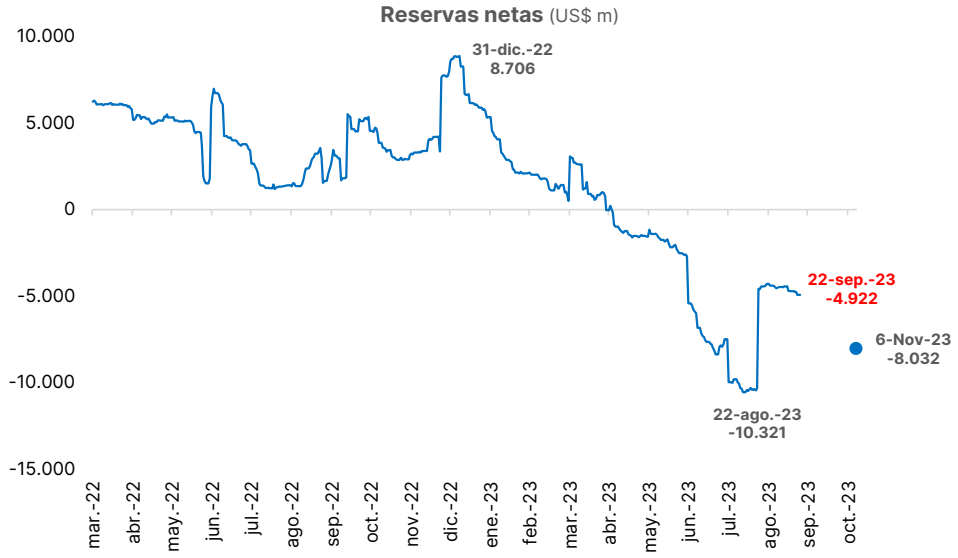
Se sostiene el rezago entre comercialización y liquidación

	MTn comercializadas			US$ m			Liquidación cereales y oleaginosas (US$ m)
Fecha	**Total**	**Total A liquidar en MULC**	**Libre**	**Total**	**Total A liquidar en MULC**	**Libre**	
5-sep	0,05	0,03	0,01	23	17	6	21
6-sep	0,21	0,16	0,05	106	80	27	116
7-sep	0,47	0,35	0,12	230	173	58	65
8-sep	0,26	0,20	0,07	130	98	33	89
9-sep	0,00	0,00	0,00	1	1	0	
11-sep	0,18	0,14	0,05	91	68	23	32
12-sep	0,41	0,31	0,10	202	152	51	47
13-sep	0,40	0,30	0,10	199	149	50	84
14-sep	0,43	0,33	0,11	214	160	53	86
15-sep	0,25	0,19	0,06	124	93	31	94
16-sep	0,00	0,00	0,00	1	0	0	
18-sep	0,18	0,13	0,04	86	64	21	90
19-sep	0,18	0,14	0,05	87	65	22	89
20-sep	0,19	0,14	0,05	90	67	22	46
21-sep	0,21	0,16	0,05	99	74	25	59
Acum.	**3,4**	**2,6**	**0,9**	**1.683**	**1.262**	**421**	**918**

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

Con todos estos elementos, por ahora las reservas netas siguen sin repuntar a pesar del esquema de incentivos para el complejo sojero. Según nuestras estimaciones, cerraron el viernes en -US$4.922 millones, bajando US$496 millones desde el 04/09, previo al inicio del dólar "soja". A pesar del flujo neto entre MULC y MEP apenas positivo de US$77 millones, se registraron caídas por otros factores por un estimado de US$419 millones, de los cuales los pagos a organismos internacionales y otras operaciones con el sector público explican la mayor parte con US$349 millones. Adicionalmente, nuestra estimación de "poder de fuego" para intervenir sin dejar desprotegidos los encajes de los depósitos en dólares y asumiendo la deuda *performing* con el FMI hasta fin de mandato asciende a apenas US$949 millones.

Las reservas netas caen a pesar del dólar "soja"



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

Los activos líquidos para intervenir en MEP/CCL y MULC por debajo de US$1.000 millones

Balance del BCRA en US$ al 22/09 (estimado)

Activos	**27.250**	**Pasivos**	**32.172**
Oro	3.852	Swap chino	17.832
Liquidez en divisas y treasuries	**6.884**	**Encajes**	**9.417**
Yuanes remanentes 1° tramo	539	Instituciones Financieras	3.001
Yuanes "activables"	13.031	Repo SEDESA	1.835
DEGs	2.943	Cheques en divisas	22
		Depósitos Gobierno	0
		Otras Obligaciones en US$	64
		Patrimonio Neto	**-4.922**

Stress Test (corrida contra los depósitos en US$ de 100%)	**949**

* Asumiendo deuda *performing* con FMI hasta 10/12

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

Clave: a pesar de que quedan cinco ruedas de dólar "soja" y que quedarían por canalizarse entre US$500 y US$600 millones por MULC ya comercializados bajo el esquema, el BCRA no pudo agrandar su munición para enfrentar las tres semanas previas a las elecciones generales (al menos, no la redujo). El vaso "medio lleno" es que el 25% de liquidación de libre disponibilidad que fue canalizándose por el CCL le puso un techo al principal dólar financiero que descomprimió desde $801 a fines de agosto a $740, aunque en las últimas dos ruedas comenzó a remontar, cerrando la semana en $753. Por ende, la gran incógnita pasó a ser qué ocurrirá tanto con el "poder de fuego" que el BCRA no logró construir en estas semanas como con un CCL que dejará de tener oferta atípica. La respuesta "de manual" indicaría que el CCL debería subir, ya que además entramos en la recta final a la elección, así como el BCRA debería emplear más reservas de su escasa munición para mantener el MEP a raya. A raíz de este panorama, hoy comienzan a surgir en la prensa rumores de ampliación del mecanismo del dólar "soja" a otros rubros de la economía para construir un puente hasta la elección. La

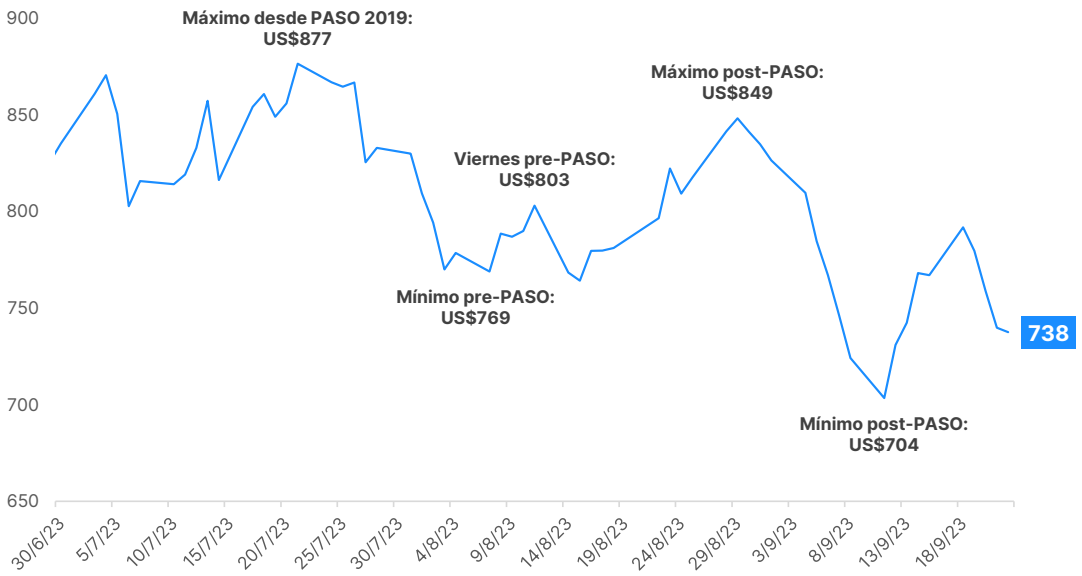
problemática de generalizar el mecanismo del dólar "soja" para el resto de la economía es que terminará impactando como una devaluación *de facto*, acelerando la inflación en un contexto en el que, transitoriamente, parecía bajar a la zona de 9% mensualizado. Ese podría ser el costo a pagar por tener un CCL más contenido.

El Merval se quedó sin nafta

El principal índice bursátil argentino arrancó la semana pasada a toda marcha. El lunes marcaba una suba de 3,2% y tocaba US$792, su punto más alto desde que comenzó la debacle a fines de agosto. Sin embargo, esa sería su última vela verde. Desde entonces, los rojos se apoderaron de la performance del índice que, por momentos, cayó estrepitosamente. Así, el Merval culminó la semana en US$738, 3,8% debajo de su cierre de la semana previa. Como mencionábamos la semana pasada e incluso anteriores, cuando el índice estaba en ascenso, al equity local le hacen falta drivers positivos. Localmente, los anuncios de Massa, cuyo principal objetivo es paliar los efectos de la devaluación y mejorar su perspectiva de cara a la elección, tendrán un fuerte impacto fiscal. Adicionalmente, a pesar del nuevo Programa de Incremento Exportador, el BCRA no logra una acumulación de reservas interesante, en parte debido a su mayor intervención en el mercado de bonos. Por otro lado, Juntos por el Cambio, que pareciera en principio la opción preferida del mercado por ser la coalición opositora más preparada para llevar a cabo un cambio de rumbo, no resuena para una segunda vuelta aun cuando sigue ganando en elecciones provinciales. En ese sentido, el trade electoral parece haber llegado a su fin. En el plano internacional, el panorama no luce mucho mejor tras la semana pasada. La lucha contra la inflación persiste, por lo que los niveles de tasas pareciera que se mantendrán elevados por más tiempo, incrementando los riesgos recesivos. Así es que los flujos de capital eligen reducir su posición de riesgo, impactando en los activos argentinos.

Dirigiéndonos a las variaciones individuales en dólares, los ADRs sufrieron considerablemente. De los diecinueve papeles cotizando en Wall Street, apenas cuatro se sostuvieron por encima del cero (YPF +1,26%, CAAP +1,08%, VIST +0,85% y TEO +0,38%). Por el contrario, las pérdidas fueron más significativas, con MELI desprendiéndose de 8,57% de su capitalización, mientras que IRS y el sector bancario acompañaron unos pasos por detrás con caídas que oscilaron entre -8,1% y -5,8%. De hecho, la semana finalizó con una pérdida promedio de 3,4%.

Evolución del Merval desde junio



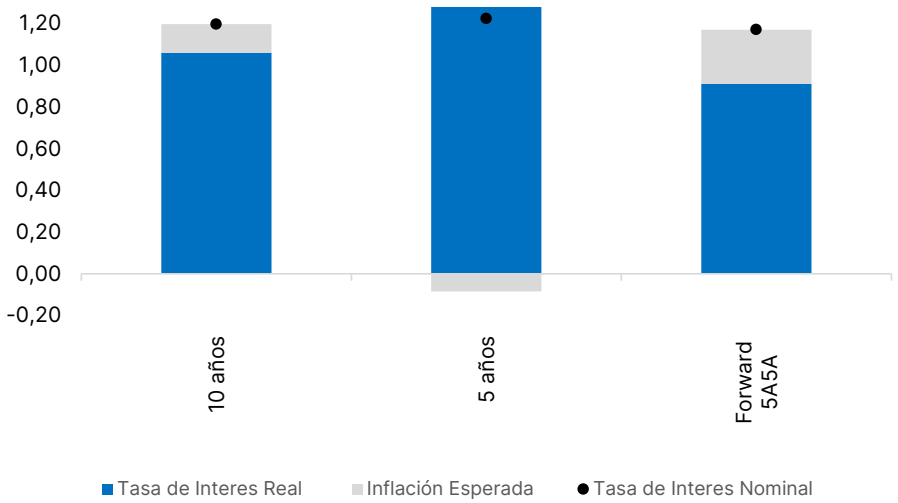
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: veremos si el resultado electoral positivo de Mendoza (Alfredo Cornejo ganó la gobernación con cerca de 10 puntos porcentuales de diferencia a Omar De Marchi) tiene algún impacto en la lectura del mercado de las elecciones generales. En principio, como señala la historia y hemos visto en estas PASO, las elecciones provinciales no suelen ser representativas de lo que sucede en las presidenciales. No menos importante, observamos que los niveles de participación se mantienen bajos, lo que no sería un buen indicio para JxC. Creemos que las señales políticas serán las más importantes de cara a octubre por su relevancia hacia adelante. En el frente económico, estaremos atentos a nuevas medidas que pueda tomar Massa, ya que podrían deteriorar el punto de partida de la administración entrante.

La tasa de interés a 10 años llega a su máximo nivel desde 2007

Higher for longer, fue, en resumen, el mensaje de la FED. Recordemos que el miércoles de la semana pasada la FED decidió mantener la tasa de política monetaria en el corredor 5,25% - 5,50%. 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 señala un nuevo incremento de 25bps para este año, que el mercado aún no descuenta completamente. 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%. 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%, reflejando una baja muy paulatina de la tasa de referencia. Antes de la reunión, el mercado anticipaba que el recorte comenzaría en junio del año que viene, ahora esa perspectiva se retrasó para julio 2024.Tras asimilar el mensaje de la reserva federal la tasa a 10 años se ubica en 4,50%, su máximo nivel en 16 años. Descomponiendo los factores que pueden estar explicando la evolución de la tasa a 10 años, observamos que solamente una parte marginal estaría explicada por un incremento de la expectativa de inflación futura, mientras que la mayor parte se debe a un incremento de la tasa real de interés. ¿A qué se debe el alza de la tasa real? Hay varios factores que pueden explicar esta dinámica, entre ellas una expectativa de tasas más altas por más tiempo, así como también un aumento de las expectativas de riesgo por parte de los inversores. Estos últimos dos factores afectados tanto por el comunicado de la Fed, como también por un el aumento del déficit fiscal proyectado del Tesoro, los cuales serían los principales factores detrás del alza de los rendimientos de los Treasuries en los últimos meses.

Desagregación de la variación de las tasas nominales
(Variación desde el 6/4/2023 hasta el 25/9/2023)



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

Clave: Esta semana se conocerá el un nuevo dato de la inflación PCE, seguida de cerca por la FED para su toma de decisiones. El dato que se conocerá será referido al mes de agosto, el cual como observamos en el IPC general, se vio fuertemente afectada por el alza de los precios de la gasolina durante ese mes. Es probable que el dato de PCE se vea también influido por ese factor. Más allá de esto, el precio promedio de la gasolina en lo que va de septiembre aumentó apenas un 0,16% con respecto a agosto, de mantenerse esta dinámica, el impacto negativo de la energía debería ser más limitado en los próximos meses. Sera importante seguir de cerca la evolución de los valores del crudo, ya que podrían afectar las decisiones futuras de la Fed en caso de que se traduzca en una inflación más persistente. En este sentido, teniendo en cuenta que tras los recortes de producción de Arabia Saudita algunas estimaciones prevén que el barril de petróleo podría superar los US$100 en 2023.

Lo que Pasó

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
18-sep	BR	Actividad económica MoM	Jul	0,44%	0,50%	0,63%
	BR	Actividad económica YoY	Jul	0,66%	0,90%	2,10%
19-sep	US	Permisos de construcción MoM	Ago	1543K	1450K	1442K
	US	Construcciones iniciales	Ago	1283K	1440K	1452K
	ARG	PIB YoY	2Q	-4,9%		1,3%
	JAP	Balanza comercial	Ago	-930,5	-678,5B	78,7B
20-sep	US	Soliciyudes de hipoteca MBA	Sep	5,4%		-0,8%
	US	FOMC Decisión de tasa (techo)	Sep	5,50%	5,50%	5,50%
	ARG	Tasa de desempleo	2Q	6,2%		6,9%
	UK	IPC MoM	Ago	0,3%	0,7%	-0,4%
	UK	IPC YoY	Ago	6,7%	7,0%	6,9%
21-sep	US	Reclamos continuos	Sep	1662K	1695K	1688K
	US	Ventas viviendas de segunda	Ago	4,04M	4,10M	4,07M
	ARG	Balanza comercial	Ago	-1011M		-649 M
	JAP	IPC YoY	Ago	3,2%	3,0%	3,3%
	UK	Tasa bancario Banco de Inglaterra	Sep	5,25%	5,50%	5,25%
22-sep	US	PMI de fabricación EE. UU. S&P Global	Sep	48,9	48,2	47,9

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

Lo que Vendrá

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
25-sep	US	Actividad manuf Fed Dallas	Sep		-13,0	-17,2
26-sep	AR	Índice actividad económica MoM	Jul			-0,2%
	AR	Indice de actividad económica YoY	Jul		-3,8%	-4,4%
	US	Ventas viviendas nuevas	Ago		700K	714K
	US	Índice manufacturero Richmond	Sep		-7	-7
27-sep	US	Solicitudes de hipoteca MBA	Sep			5,4%
	JAP	Índice líder CI	Jul			107,6
28-sep	AR	Indice confianza consumidor	Sep			44,06
	US	PIB anualizado QoQ	2Q T		2,3%	2,1%
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Sep		215K	201K
	JAP	Desempleo	Ago		2,6%	2,7%
	JAP	Producción industrial MoM	Ago		-0,7%	-1,8%
29-sep	US	PMI Chicago MNI	Sep		47,6	48,7
	UK	PIB QoQ	2Q F		0,2%	0,4%
	UK	PIB YoY	2Q F		0,4%	0,7%
	UK	Aprobaciones hipotecas	Ago		48,0K	49,4K
	CH	PMI de fabricación	Sep		50,2	49,7

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

Emiliano Anselmi
Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Francisco Schiffrer
Team Leader Strategist
fschiffrer@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez
Analyst
dmendez@portfoliopersonal.com

Melina Eidner
Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin
Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Alejo Lerner
Analyst
alerner@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola
Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera
Intern
lherrera@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.