

02 de octubre de 2023

Perspectivas de la semana

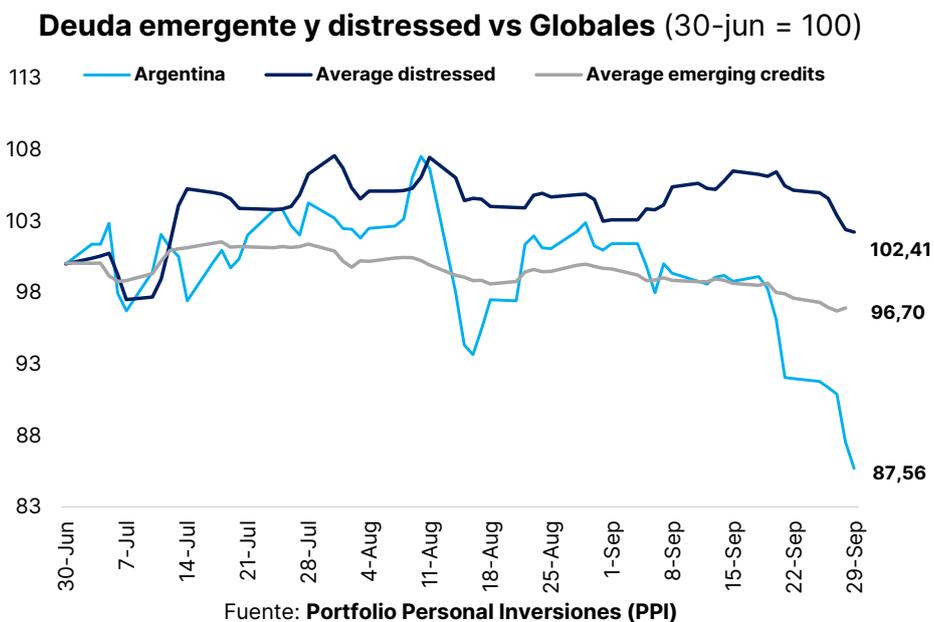
ppi

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

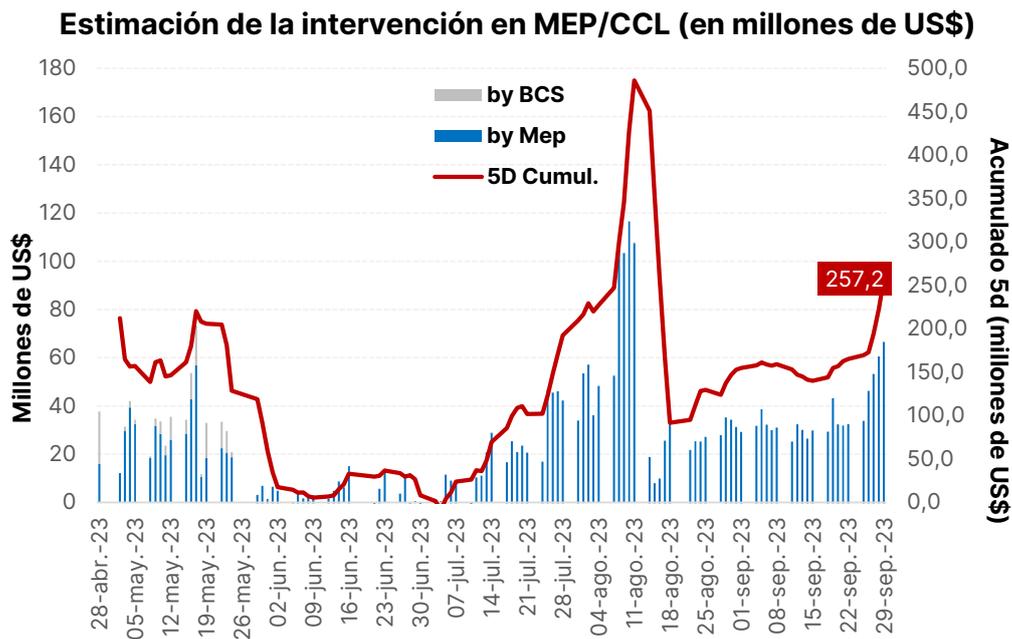
Deuda en dólares: un mes para el olvido

Septiembre fue profundamente negativo para los Globales. Los títulos soberanos en dólares ley extranjera mostraron descensos de entre 14,4% y 15,3% en el mes. Siendo la peor performance desde septiembre del 2022 donde en promedio la deuda *hard dollar* argentina ley NY se desmoronó 16,1%. Dicho comportamiento hundió el precio promedio por *outstanding* a los US\$26,95 (-15,1% mensual). De esta manera, la deuda en dólares cae a valores que no veíamos desde la primera semana de junio, momento en que comenzaba a notarse con más fuerza el trade electoral previo a las PASO.

Así, los Globales culminan el mes mostrando una performance claramente más débil que el resto de la deuda emergente y *distressed*. Más concretamente, en septiembre, el GD30 cayó un -14,9%, lo cual compara con un -0,7% de los países *distressed*, y un -2,9% de emergentes de similar *maturity*. Esta dinámica deja entrever que gran parte del comportamiento de los Globales no puede explicarse únicamente por un contexto internacional desfavorable. La incertidumbre parece estar apoderándose de los inversores, en un contexto en que la precepción del riesgo de crédito argentino para 2024 va en aumento.



Continuando con los hechos que respectan al mercado de bonos, como mencionamos en otras oportunidades, la presencia del Banco Central en este segmento se incrementó en septiembre. En concreto, durante la última semana del mes, se observó una mayor presión sobre los tipos de cambio financieros llevando al BCRA a desprenderse de US\$257,2 millones. A modo de referencia, la semana anterior la entidad se deshizo de US\$165,2 millones, por lo que, la aceleración a medida que nos acercamos a los comicios Generales de octubre es notoria. El pico de mayor intervención se observó el viernes pasado, cuando el Central se desprendió de US\$65,9 millones, marcando un nuevo récord diario desde las PASO. Así las cosas, el Banco Central vendió aproximadamente US\$750 en el mercado de bonos durante el mes de septiembre.



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

Clave: Será fundamental seguir de cerca la presencia del Banco Central en el mercado de bonos. Con la incertidumbre cada vez más presente en la antesala de las elecciones generales, y en la medida en que la liquidación neta de divisas en el MULC pierde ritmo, no nos llamaría la atención ver una aceleración de la intervención en las próximas semanas que podrían ser similares a las que observamos antes de las primarias (en promedio diario de US\$97,2 millones). En esta línea, en cada rueda de la última semana el BCRA aceleró la tónica de su intervención, marcando día tras día un nuevo récord post PASO. A su vez, siendo hoy la primera rueda de octubre, mes electoral, no hay que perder de vista las definiciones políticas a tan solo 20 días de las Generales.

Cierra un pésimo mes para la deuda en pesos

Septiembre fue uno de los peores meses para la deuda en pesos desde mediados del 2022. En línea con lo que observamos en la deuda denominada en dólares (ver Deuda en dólares: un mes para el olvido), los títulos en moneda local mostraron una fuerte corrección el mes pasado. La incertidumbre respecto a la transición económica a partir de diciembre parece ir en aumento. En este sentido, las dudas sobre el tratamiento que puedan recibir los títulos en pesos en un contexto en que el candidato ganador de las PASO propone una dolarización de la economía, junto con las últimas medidas fiscales del gobierno (Plan Platita), impactaron negativamente en las cotizaciones.

De esta manera, las tres curvas de pesos se vieron afectadas en el mes. Los títulos de deuda CER, que se habían recuperado parcialmente luego de las elecciones primarias, cerraron el mes con caídas entre el 6,5% y el 28,9%, siendo los títulos más largos los más afectados. En lo que respecta a la deuda dollar-linked, los bonos disminuyeron entre 10,3% y 12,9%, mientras que los Duales (aquellos que ajustan por inflación o tipo de cambio oficial), tuvieron descensos que rondaron el 6,8% y el 8,3% (sin contar el TDE25 de menor liquidez, y el recientemente emitido TDJ24). La merma de la deuda en pesos ocurrió a pesar de que el BCRA se mantuvo activo en el mercado secundario, comprando títulos para ofrecer un piso a las cotizaciones.

El aumento de la percepción de riesgo con respecto a los títulos del Tesoro se notó también en la dinámica observada en los FCI. En este sentido, el mes pasado se observaron rescates netos de fondos DL, T+1 y CER (estos dos últimos acelerándose en las últimas ruedas). Es decir, prácticamente todos los fondos excepto los *Money Market*. Esta dinámica parece estar explicada por inversores rotando carteras por dos razones: i) preferencia por activos de menor plazo, como cuentas remuneradas y cauciones, ii) rotar desde activos del Tesoro hacia deuda del BCRA, la cual es percibida de menor riesgo ante un escenario de reestructuración.

Evolución diaria de los flujos por tipo de fondo (\$ millones)

Flujo Diario (neto, en \$M)

	Industria	T+0	RF T+1 \$	DL	CER	Otros
Ago-31	-31.067	-41.928	-6.217	-3.121	6.912	13.287
Sep-01	204.063	159.145	12.619	7.068	14.752	10.478
Sep-04	55.298	65.713	-3.922	-841	7.578	-13.230
Sep-05	-101.810	-92.878	-4.097	-6.066	2.143	-913
Sep-06	-128.651	-83.288	-4.386	-17.521	-14.958	-8.499
Sep-07	23.454	44.792	-9.840	-3.144	-4.283	-4.071
Sep-08	148.708	147.212	1.658	1.751	7.383	-9.297
Sep-11	-101.366	-72.534	-4.525	-7.445	-1.462	-15.399
Sep-12	-2.237	25.360	-4.955	-9.584	-9.306	-3.754
Sep-13	-49.830	-52.531	-619	-9.201	10.362	2.159
Sep-14	69.256	59.130	2.333	-424	1.011	7.208
Sep-15	5.591	-10.147	8.064	-2.610	-88	10.373
Sep-18	92.408	85.076	13.778	464	-3.598	-3.312
Sep-19	17.012	10.460	-2.542	5.709	3.780	-395
Sep-20	-18.443	8.039	-7.958	261	-9.379	-9.406
Sep-21	36.028	45.154	-7.533	3.500	-3.511	-1.583
Sep-22	82.256	76.744	9.727	-3.260	-4.033	3.078
Sep-25	36.762	61.873	-5.976	-4.426	-8.896	-5.814
Sep-26	14.591	30.939	-9.941	3.326	-8.196	-1.536
Sep-27	95.502	129.211	-20.695	2.404	-12.033	-3.386
Sep-28	-444	24.814	-24.670	9.731	-11.806	1.487
Sep-29	28.764	28.880	-10.756	17.251	-19.045	12.434

Flujo Acumulado Mensual (neto, en \$M)

Enero	69.164	-8.635	69.242	-13.364	-23.887	45.808
Febrero	244.004	207.113	32.019	-2.244	-12.256	19.372
Marzo	-18.759	6.491	-12.176	7.539	-21.129	515
Abril	275.340	241.264	-39.186	48.588	-36.264	60.938
Mayo	169.952	89.047	-11.685	43.185	-18.058	82.191
Junio	-149.294	-234.946	2.202	-19.058	29.531	72.978
Julio	584.633	451.442	34.866	36.819	9.642	51.864
Agosto	599.730	356.876	-81.176	113.911	98.321	111.799
Septiembre	588.298	780.634	-77.437	-8.980	-67.612	-38.307

Flujo Acumulado Anual (neto, en \$M)

2022	869.831	918.293	20.853	2.923	-91.469	19.122
2023	2.822.637	2.180.769	-21.673	256.772	-87.818	494.587

Fuente Fondos PPI, CAFCI y cálculos propios.



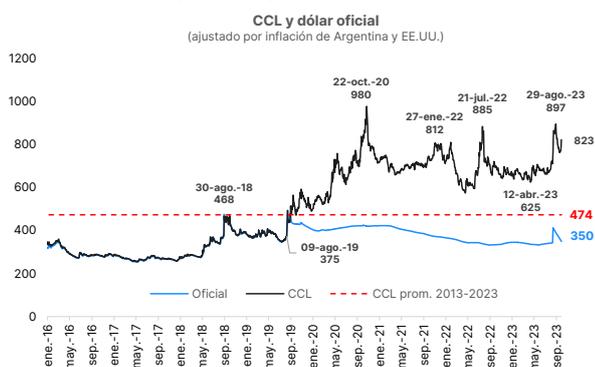
Clave: Dada la dinámica observada en la última semana, será importante seguir de cerca la evolución de la deuda en pesos a medida que nos acercamos a las elecciones generales. La

semana pasada vimos inversores reduciendo su exposición a la deuda del Tesoro, mientras que el incremento de las cotizaciones de los dólares financieros y el aumento de las tasas forward en Rofex, son indicios de una mayor dolarización de carteras previa a los comicios. El escaso interés del sector privado por la deuda en moneda local torna la transición económica ordenada aún más difícil.

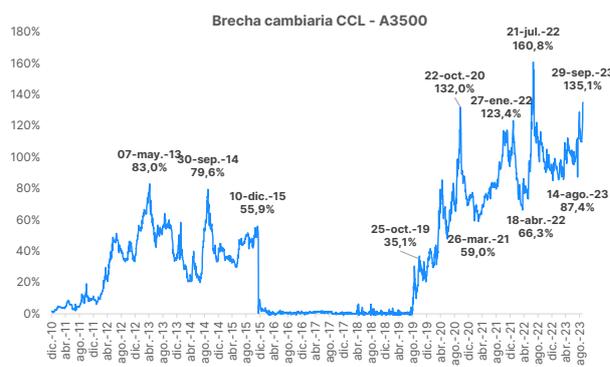
Pocas armas para contener la suba

El viernes el CCL subió de \$819 a \$823, aunque durante la rueda llegó a cotizar por encima de los \$830, lo cual sugiere que en algún momento de la tarde hubo intervención oficial para limitar el alza. Más allá de esto, la racha alcista del CCL se extendió a nueve ruedas consecutivas (desde el 18/09) con una suba acumulada de 12,1%. A modo de referencia, el récord nominal de \$801 del 29/08 equivale a \$887 en pesos de hoy, asumiendo una inflación de 12% para septiembre. Con este nuevo incremento del CCL, la brecha cambiaria siguió ampliándose, llegando a 135,1% el viernes y subiendo desde 109,7% el 18/09. Así, siguen quebrándose récord de los últimos 14 meses, siendo el máximo registro desde 141% el 28/07/22, curiosamente antes de la llegada de Massa al Ministerio de Economía.

CCL al alza por séptima rueda consecutiva



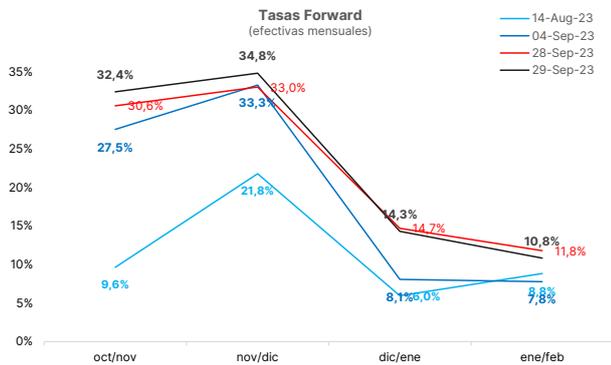
Brecha en máximos de 14 meses



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

Como respuesta lógica a un diferencial cambiario que sigue batiendo récords, las expectativas devaluatorias cristalizadas en los futuros de dólar de ROFEX siguieron recalentándose. Los contratos no intervenidos por el Banco Central, de noviembre en adelante, experimentaron subas considerables: noviembre 1.593 pbs a 270,8% TNA (TEA 827,9%), diciembre 2.457 pbs a 380,5% TNA (TEA 1.352,1%) y enero 2.457 pbs a 370% TNA (TEA 998,2%). Con estas alzas, se conformaron nuevos máximos para las expectativas devaluatorias de los últimos dos meses del año. La tasa *forward* mensual implícita octubre/noviembre avanzó de 30,6% el jueves a 32,4% mientras que la de noviembre/diciembre lo hizo de 33% a 34,8%. De esta forma, quedó configurada una suba del tipo de cambio oficial esperada para el último bimestre de 78,5%, superando el récord de 73,7% marcado el día anterior. El mercado ya no sólo descarta que el próximo gobierno ajustará el dólar oficial en su primer mes en funciones, sino que también ve con baja chance que Massa pueda descongelar el dólar oficial con un simple reinicio del *crawling peg*, ante una brecha que está tomando niveles récord.

El mercado descuenta dos devaluaciones similares en noviembre y diciembre



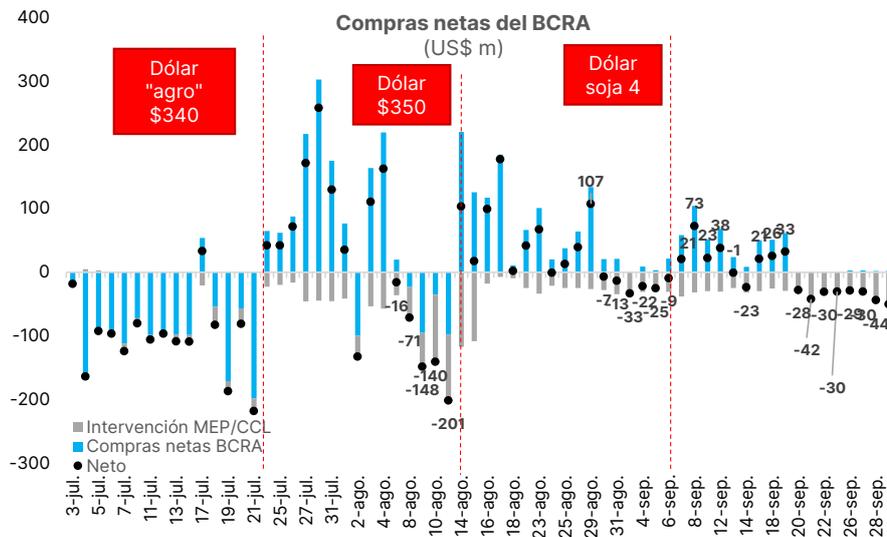
La expectativa devaluatoria para el último bimestre sigue batiendo récords



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

En cuanto al mercado oficial de cambios, el BCRA hilvanó su octava rueda al hilo de compras testimoniales. El viernes se hizo de apenas US\$3 millones y estiró el acumulado a magos US\$14 millones desde el 20/09. Dada la intervención creciente en el dólar MEP, el resultado neto de la rueda fue negativo en US\$50 millones por la compra de bonos contra "D" de US\$53 millones del miércoles 27/09 (recordar el impacto t+2 en reservas dada la operación de estos títulos). Así, el rojo de las últimas ruedas se estiró a US\$282 millones, aun estando vigente el dólar "soja" 4.

El flujo oficial lleva ocho ruedas en negativo



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

Clave: el gobierno enfrenta las últimas trece ruedas hasta las elecciones generales con el flujo y las expectativas en contra. No es esperable que la dolarización de carteras amaine, por lo que deberíamos seguir observando presión en el CCL, brecha cambiaría ensanchándose y expectativas devaluatorias para noviembre y diciembre tomando temperatura. A lo máximo que puede aspirar el gobierno es a "acompañar" la suba con intervenciones y nuevas regulaciones. Ya dio la primera muestra la semana pasada, cuando lanzó el dólar "Vaca Muerta", que podría implicar una liquidación de US\$150 millones mensuales en el CCL. Hoy siguió por el mismo camino, anunciando en el Boletín Oficial que el dólar "soja" 4 se extiende hasta el 25/10 y cambiando que el 25% de la liquidación sea de "libre disponibilidad" (es decir, liquidable en el CCL) a que sea obligatoriamente liquidado a partir de ahora. Se busca atraer mayor oferta en

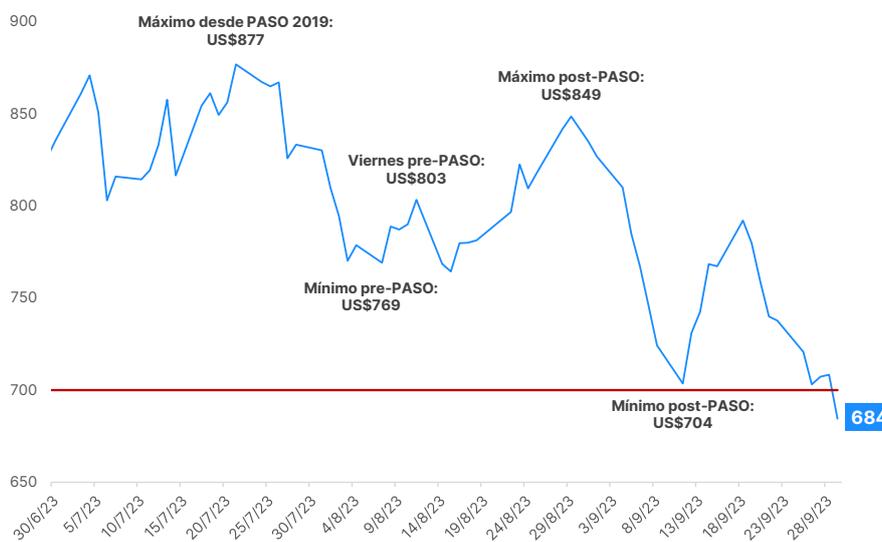
el dólar financiero, pero seguramente no resulte en un aporte significativo, ya que difícilmente los productores que no vendieron su soja hasta el 30/09 quieran hacerlo en la antesala de la elección.

Un septiembre catastrófico para el Merval

Durante el noveno mes del año, el principal índice bursátil tuvo una performance muy complicada. A lo largo de los treinta días perdió 18,0% de su capitalización bursátil en dólares y finalmente no aguantó el nivel de los US\$700 luego de tres días de batallar en la frontera. Si bien el dólar medido por ADRs tuvo que ver con la caída (trepó de \$783 a \$821 de un fin de mes a otro), el mayor causante fue el índice en pesos, que se desplomó 13,9%. De esta forma, del cierre de agosto en US\$835 pasó a US\$684 el viernes. En definitiva, un septiembre para el olvido tras terminar en una nota muy alta en agosto, cuando se observó el gran rally del índice corriendo por arriba de la aceleración del dólar.

No nos parece sorprendente en absoluto. En numerosas oportunidades anticipamos que no veíamos drivers positivos para que el Merval siga al alza. Incluso durante sus dos rallies post-PASO decíamos que no había fundamentos para los mismos. La situación fiscal es cada vez más preocupante debido a la implementación del “Plan Platita”. A pesar de la implementación del dólar “soja”, el BCRA fue incapaz de acumular reservas debido a su elevada intervención en el mercado de cambios. Las presiones sobre la divisa norteamericana no están favoreciendo la estabilidad de los precios, que han experimentado un aumento de dos dígitos en un mes, afectados también por la incertidumbre política que se acrecienta a medida que nos acercamos al 22 de octubre. . Quizás podría cuestionarse que estas son consideraciones macroeconómicas y no particulares de las empresas que componen al índice, pero la realidad es que el ambiente en el que una compañía se desenvuelve limita sus capacidades intrínsecas. Sin ir más lejos, de no haber reservas suficientes para importar capital de trabajo, le será muy difícil al sector Oil&Gas desarrollar Vaca Muerta. Más peligroso aún, de no haber reservas podrían verse en una posición difícil para honrar sus obligaciones. En otro plano, con una inflación volando por encima de los tres dígitos, el sector bancario cada vez se expone más a instrumentos del sector público, pues las tasas a las que debería otorgar préstamos imposibilitan el desarrollo del mercado de crédito. En resumen, por buenas que parezcan las perspectivas de una empresa, la macroeconomía puede imponer cuantiosas restricciones a su crecimiento, por ello hacemos hincapié en ello.

Ya no hay piso en US\$700



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

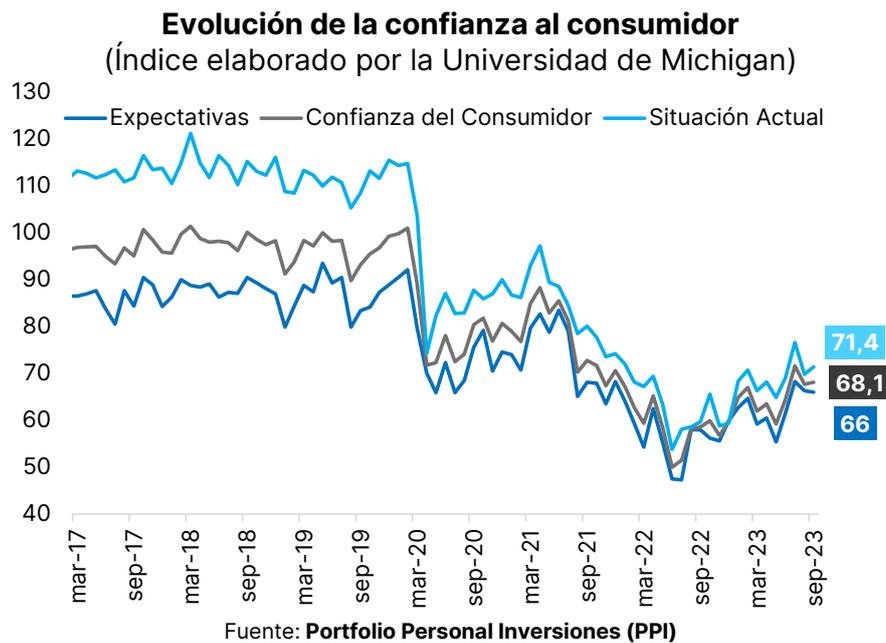
En lo que respecta a las variaciones mensuales, las acciones de los bancos fueron las más perjudicadas. BBVA, Macro, Supervielle y Grupo Financiero Galicia encabezaron las bajas hundiéndose 31,25%, 31,23%, 25,55% y 24,28%, respectivamente. Aun así, prácticamente la totalidad del panel culminó en rojo en el mes, con la única excepción de Aluar que trepó 5,54%. Incluso en Wall Street la dinámica fue similar. Los bancos protagonizaron las pérdidas con variaciones dentro del rango de -24% y -28%, y tan solo Vista Energy cerró en terreno positivo (+13,40%), principalmente impulsada por las excelentes perspectivas provistas en su Investor Day (ver [nuestro informe](#)).

Clave: septiembre fue un mes difícil para el equity local e internacional. El humor en el país del norte no fue bueno, y los índices norteamericanos más importantes cayeron considerablemente. La espera de una definición por parte de la Fed, y luego su comunicación final, sopesaron sobre el equity, limitando el optimismo. Ahora lo importante será estar atentos a las señales que la economía brinde para conformar nuestro portfolio estratégicamente ante los distintos escenarios posibles. Ahondamos más sobre este tema en [nuestro Monitor Mensual de CEDEARs: Con la vista en el Norte](#). En este sentido, seguiremos de cerca el informe de mercado laboral de Estados Unidos, pues es uno de los que más afectan las decisiones de la Fed. Localmente, los drivers parecen ser pocos. El foco está en las elecciones y todo aquello que pueda afectarlas, como la reciente polémica envolviendo a Martín Insaurralde. De cualquier forma, hasta el 22 de octubre no parece que vaya a haber un panorama esclarecedor.

Según la Universidad Michigan, hubo una leve mejora la confianza de los consumidores

El viernes se dio a conocer la encuesta de la Universidad de Michigan. En la misma miden la percepción de los consumidores sobre distintos indicadores económicos. Según los resultados, la confianza de los consumidores mejoró en septiembre y el índice se ubicó en 68,1 puntos, ligeramente por encima de los 67,7 del mes pasado y de lo esperado por los analistas del mercado. Este índice se divide en dos secciones: una que evalúa las condiciones económicas actuales y otra que se enfoca en las expectativas para el futuro.

En cuanto a las condiciones actuales, el registro del grupo aumentó ligeramente a 71,4 en septiembre, en comparación con el dato de agosto, que se situaba en 69,8. Por otro lado, las expectativas, que reflejan las perspectivas de los consumidores para los próximos seis meses, experimentaron una caída en septiembre, disminuyendo a 66 desde los 66,3 puntos del mes anterior. Luego, hay una sección donde se evalúan las expectativas de inflación de corto y largo plazo por parte de los agentes. Según la misma, en septiembre los consumidores esperan que la inflación se ubique en 3,2% a un año vista, en línea con las proyecciones de los analistas y ligeramente superior a lo que se esperaba en agosto (3,1%). En paralelo, las previsiones para inflación de largo plazo (5-10 años) posó en 2,8% en septiembre, igual a lo esperado y levemente por encima del registro del mes anterior (2,7%).



Clave: Esta semana estaremos atentos a la publicación de los distintos indicadores sobre nivel de actividad. Por un lado, se darán a conocer los datos referentes al mercado laboral, uno de los indicadores de mayor relevancia para la toma de decisiones de la Fed. Como hemos mencionado en informes anteriores, los miembros de la Reserva Federal están buscando una desaceleración en la creación de empleo para reducir las presiones inflacionarias. En esta línea, cabe mencionar que el último viernes se hizo público el deflactor de PCE que mide la inflación por el lado del gasto. En este sentido, si bien el índice general mostró cierta aceleración en el margen, (3,5% en agosto vs 3,3% el mes anterior), el deflactor del PCE subyacente se desaceleró, continuando con la tendencia observada en los últimos meses. De esta manera, de confirmarse cierta desaceleración en el crecimiento del empleo, incrementaría las posibilidades de que la Fed logre el tan ansiado *soft landing*. Concretamente, mañana se publica JOLTS, cantidad de empleos disponibles en el mes de agosto, donde se estima una leve disminución en la oferta de empleo (8.823.000) en comparación a la situación de julio (8.827.000). Por otro lado, se dará a conocer la encuesta PMI para el sector industrial, donde se anticipa una contracción del sector para el mes de septiembre, con una lectura prevista de 48,9, igual a la del mes anterior. Por último, para el viernes se dará a conocer la tasa de desempleo (3,7% lo esperado para septiembre vs 3,8% efectivo de agosto).

Lo que Pasó

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
25-sep	US	Actividad manuf Fed Dallas	Sep	-18,1	-13,0	-17,2
26-sep	AR	Índice actividad económica MoM	Jul	2,4%	0,9%	-0,2%
	AR	Índice de actividad económica YoY	Jul	-1,3%	-3,8%	-4,4%
	US	Ventas viviendas nuevas	Ago	675K	700K	714K
	US	Índice manufacturero Richmond	Sep	5	-7	-7
27-sep	US	Solicitudes de hipoteca MBA	Sep	-1,3%		5,4%
	JAP	Índice líder CI	Jul	108,2		107,6
28-sep	AR	Índice confianza consumidor	Sep	43,38		44,06
	US	PIB anualizado QoQ	2Q T	2,1%	2,3%	2,1%
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Sep	204K	215K	201K
	JAP	Desempleo	Ago	2,7%	2,6%	2,7%
	JAP	Producción industrial MoM	Ago	0,0%	-0,7%	-1,8%
29-sep	US	PMI Chicago MNI	Sep	44,1	47,6	48,7
	UK	PIB QoQ	2Q F	0,2%	0,2%	0,4%
	UK	PIB YoY	2Q F	0,6%	0,4%	0,7%
	UK	Aprobaciones hipotecas	Ago	45,4K	48,0K	49,4K
	CH	PMI de fabricación	Sep	50,1	50,2	49,7

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

Lo que Vendrá

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
2-oct	US	PMI de fabricación EE. UU. S&P Global	Sep		48,9	48,9
	US	Gasto en construcción (MoM)	Ago		0,6%	0,7%
	UK	Prc de casas nacionales MoM	Sep		-5,8%	-5,3%
3-oct	BR	Producción industrial MoM	Ago		0,5%	-0,20%
	BR	Producción industrial YoY	Ago			-0,6%
	UK	Cambios a reservas oficiales	Sep			-1472M
4-oct	US	Solicitudes de hipoteca MBA	Sep			-1,3%
	US	ADP Cambio de empleo	Sep		130K	177K
	US	Pedidos de fabrica	Ago		0,2%	-2,1%
	ARG	Ventas domésticas de vehículos Adefa	Sep			30294
5-oct	US	Balanza comercial	Ago		-65,3B	-65,0B
	ARG	Ingresos tributarios del gobierno	Sep			4062,4B
	BR	Producción de vehículos Anfavea	Sep			226954
	JAP	Beneficios laborales (YoY)	Ago		1,5%	1,3%
6-oct	US	Cambio en nóminas no agrícolas	Sep		160K	187K
	US	Tasa de desempleo	Sep		3,7%	3,8%

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.