

3 de octubre de 2023

Daily Mercados

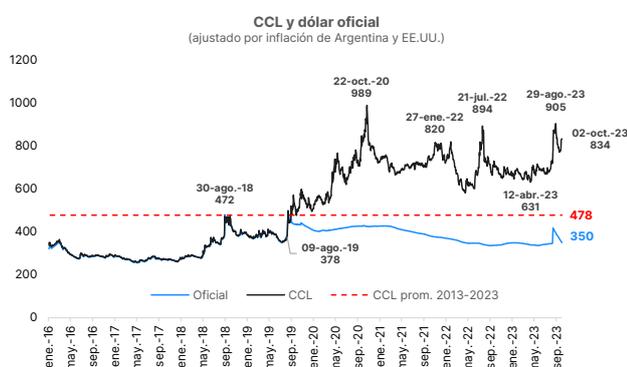
ppi

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

Se intensifica la huida del peso

En el inicio de la semana el CCL extendió su tendencia alcista avanzando 1,3% u \$11, de \$823 a \$834, aunque habiendo cotizado durante la rueda en \$836. Consecuentemente, la brecha cambiaria siguió ensanchándose ante un dólar oficial que permanece fijo en \$350, **trepando a 138,3%** y quebrando un récord de los últimos catorce meses. Vale recordar que en la crisis de julio 2022, luego de la renuncia de Guzmán y durante la breve gestión de Batakis, el *spread* cambiario llegó a flotar por encima de los niveles actuales sólo durante ocho ruedas (entre el 19/07/22 y el 28/07/22), habiendo tocado un pico de 160,8%, el máximo la post convertibilidad. En aquel momento, el catalizador para la descompresión fue el anuncio de la llegada de Massa (quien era mirado con buenos ojos por el mercado), lo cual nos hace pensar que **dichos máximos podrían ser testeados ante la ausencia de anclas en el horizonte.**

CCL al alza por décima rueda consecutiva



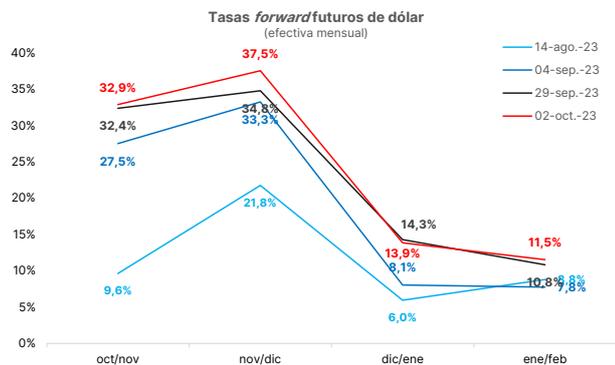
La brecha se acerca a niveles de crisis Guzmán/Batakis



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

Al igual que viene ocurriendo en las últimas ruedas, la suba de la brecha cambiaria trajo aparejada un **recalentamiento de las expectativas devaluatorias** transparentado en subas generalizadas en los futuros de dólar de ROFEX. A excepción de octubre, que pasó a ser el contrato intervenido por el BCRA, el resto de los plazos operaron al alza, destacándose diciembre dentro de los de mayor volumen operado. La implícita del contrato de noviembre se incrementó 670 puntos básicos (pbs) a 277,4% TNA (889,6% TEA), diciembre sobresalió con un salto de 2.245 pbs a 402,9% TNA (1.569,3% TEA) y enero creció 1.434 pbs a 384,3% TNA (1.092,2% TEA). Con estos avances, las tasas *forward* implícitas mensuales batieron récords nuevamente: octubre/noviembre creció de 32,4% a 32,9% y la de noviembre/diciembre escaló de 34,8% a 37,5%. De esta forma, la expectativa de suba acumulada del dólar oficial para el último bimestre del año alcanzó **un nuevo máximo de 82,5%**, tras haber cerrado la semana pasada en 78,5%. El mercado sigue viendo devaluaciones, una en el mes del eventual ballotage y otra en el primer del nuevo gobierno, aunque de una magnitud cada vez mayor.

Las devaluaciones esperadas para noviembre y diciembre crecen en magnitud



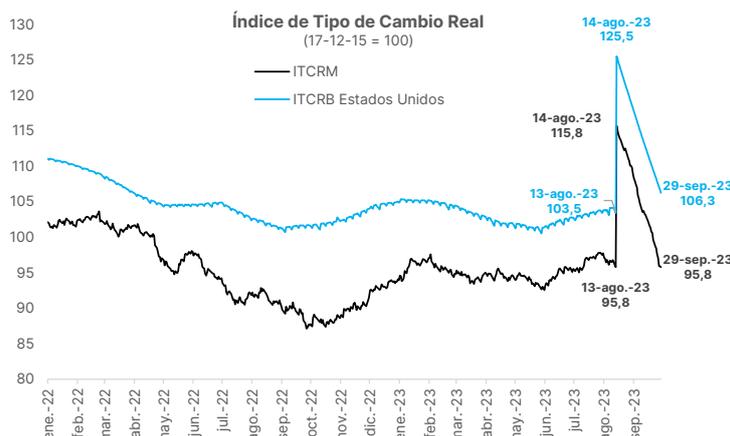
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Sigue escalando la expectativa devaluatoria para noviembre/diciembre



Al respecto de la expectativa devaluatoria, el índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) estimado por el BCRA, muestra que **la competitividad ganada por el salto devaluatorio está prácticamente agotada**. El ITCRM (índice ponderado por la participación de los socios comerciales) acumula una baja de 17,2% entre el 14/08 y el 29/09, lo que lo ubica en niveles idénticos a los del 13/08, previo al salto del tipo de cambio oficial de 21,8% luego de las PASO, en una pequeña medida influido por la depreciación del yuan chino en el mismo lapso. De manera similar, el índice bilateral entre Argentina y EE. UU., que aísla las depreciaciones/apreciaciones del resto de los socios comerciales, muestra una contracción de 15,3% desde el 14/08, dejándolo apenas 2,7% por encima de los niveles pre-devaluación. Si el BCRA mantiene la fijación del dólar en \$350 hasta las elecciones generales y asumiendo una inflación de 12% en septiembre y 10% en octubre, el tipo de cambio real bilateral con EE. UU. sería el 23/10 4,6% inferior al del 13/08. Más grave aún, si el congelamiento se mantiene hasta la eventual segunda vuelta, el 20/11 sería casi 13% menor, asumiendo una inflación de 10% en noviembre.

El alto *passthrough* ya consumió casi todo el salto devaluatorio



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

Por el lado del mercado de cambios oficial, se mantuvo la tónica de las últimas ruedas. El BCRA compró apenas US\$3 millones y repitió así un volumen de compras casi neutro por novena jornada consecutiva. Dada la intervención en el MEP con US\$60 millones el jueves 28/09 (impacta t+2 en reservas), el resultado neto de la autoridad monetaria fue -US\$57 millones, hilvanando **nueve ruedas de rojos con un acumulado de -US\$339 millones**. Así las cosas, las reservas netas se hundieron a -US\$5.626 millones, bajando US\$1.199 millones desde el inicio del dólar "soja" 4 el

04/09. Más preocupante aún, **las reservas utilizables** sin afectar encajes y manteniendo la deuda con el FMI *performing* hasta fin de mandato **se ubican en US\$328 millones y bajarán hasta US\$196 millones** por el impacto de la intervención en MEP de viernes y lunes (US\$132 millones), asumiendo un MULC neutro. Esto no quiere decir que este stress test no pueda volverse negativo, pero sí grafica **el acotado margen de intervención y, de aquí, la probabilidad significativa de que nuevas regulaciones estén en camino.**

Las reservas netas bajan a mínimos post desembolso FMI



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

El débil balance del BCRA deja un margen acotado para intervenir en MULC y financieros

Balance del BCRA en US\$ al 02/10 (estimado)

Activos	26.635	Pasivos	32.261
Oro	3.627	Swap chino	17.774
Liquidez en divisas y treasuries	6.633	Encajes	9.564
Yuanes remanentes 1° tramo	463	Instituciones Financieras	3.001
Yuanes "activables"	12.989	Repo SEDESA	1.835
DEGs	2.923	Cheques en divisas	22
		Depósitos Gobierno	0
		Otras Obligaciones en US\$	64
		Patrimonio Neto	-5.626

Stress Test (salida de depósitos en US\$ de 100%)	328
Stress Test (salida de depósitos en US\$ de 100%) t+2	196

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

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

¿Cómo inicia octubre la deuda en dólares?

Los Globales ayer extendieron la merma de septiembre. La curva *hard* dollar ley extranjera comenzó el mes **con el pie izquierdo, mostrando descensos entre 1,6% y 2,3%, lo que dejó el precio promedio ponderado en US\$26,4 (-2,1%)**. En concreto, los movimientos negativos en la curva fueron encabezados por el GD38 achicando 2,3%, el GD29 y GD46 recortaron 2,2% ambos y el GD30 y GD35 hicieron lo propio en 2,1% cada uno. Por su parte, el título de deuda en dólares más defensivo este lunes fue el GD41 que achicó 1,6%. Cabe destacar, como se ve en el gráfico, que el declive que exhibe el segmento borra gran parte de las ganancias del año.

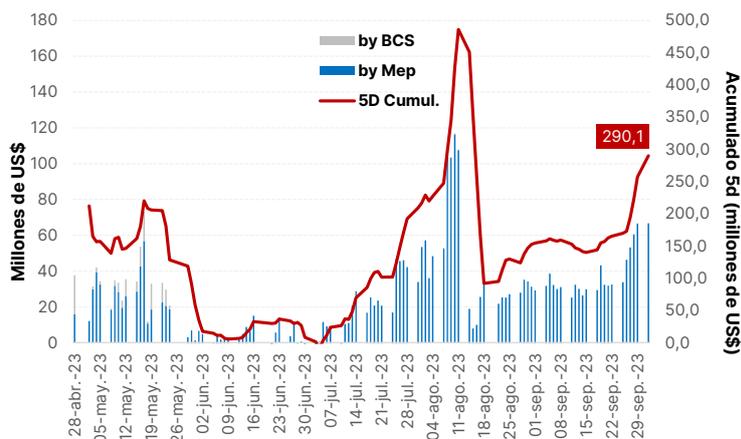
Evolución precio promedio ponderado Globales en el año

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

Es importante resaltar que la jornada fue muy difícil para todo el universo emergente. Lo que generó la caída en los bonos fue una **fuerte suba en la tasa de los *Treasuries* a 10 años, tratándose de 11bps en la última rueda** (para más detalle ver la sección internacional). Esto significó una mala noticia para emergentes. En este sentido, el ETF EMB, compuesto de deuda soberana emergente, se desplomó 1,5%. 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*).

Por otro lado, como mencionamos en nuestro informe [Perspectivas](#) ayer, no podemos dejar de lado la intervención oficial en el segmento. Dicho esto, el Banco Central se sigue haciendo presente en el mercado de renta fija. Cabe destacar que la intervención oficial ayer fue levemente superior a la del viernes. Según nuestros números, **el Banco Central vendió US\$66 millones en la última rueda con el objetivo de contener los dólares financieros de cara a las elecciones generales de octubre.** Esta cifra representa un sutil aumento con respecto al número que observamos el viernes donde, según nuestras estimaciones, la autoridad monetaria se deshizo de US\$65,9 millones para cumplir con la finalidad mencionada. Si bien no observamos los saltos diarios de los días previos, el BCRA continúa con la dinámica vista en septiembre donde la intervención oficial se aceleraba día a día. Así las cosas, **el número de ayer, representa otro récord post PASO.**

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



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

El Merval recibe un nuevo doble golpe

El principal índice bursátil argentino volvió a sufrir una jornada complicada. Una vez más, recibió un rechazazo del índice en pesos, y un fuerte revés del dólar medido por ADRs. Es que el primero retrocedió 1,0% mientras que el segundo sumó \$7 más (+0,8%), pasando de \$822 a \$829. Así, **el Merval descendió 1,8% hacia US\$672**. A esta altura, los US\$700, que por un tiempo breve parecieron un piso, empiezan a quedar lejos. ¿Se volverán un techo? Es difícil de saber, pero los fundamentos macroeconómicos podrían llevarnos a dicho escenario.

Es más que evidente que la incapacidad del Banco Central de acumular reservas está pesando sobre las perspectivas económicas y sobre el dólar mismo. Si bien el BCRA logra finalizar con saldo positivo en el MULC, dada su elevada intervención en el mercado de bonos (ayer alcanzó su máximo post-PASO: US\$66 millones) la desacumulación de dólares persiste. Así, el rojo de las reservas netas se profundiza. Adicionalmente, y no menos importante, las dudas que envuelven a los pagos de instrumentos indexados, como son los *dollar-linked* o los bonos y las letras CER, generan que la demanda por cobertura sea más directa, ejerciendo una mayor presión sobre el dólar. Es que la posibilidad de que una espiralización de la inflación y el tipo de cambio deriven en una ruptura de los contratos indexados, como ha sugerido que podría pasar Carlos Rodríguez (asesor de Milei), los vuelven activos cada vez más riesgosos. Justamente el propósito de estos instrumentos es dar cobertura al riesgo de inflación o devaluación. Si se percibe riesgo de crédito, pierden gran parte su atractivo. Ello también quedó demostrado en los flujos de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) de septiembre, donde tanto FCI CER como FCI DL registraron rescates en el mes. En definitiva, esperaríamos que las presiones sobre la divisa norteamericana continúen y el drenaje de reservas persista a pesar de la implementación de programas que busquen generar oferta en el mercado. Por ello **no nos mantenemos optimistas con el mercado de equity que, como hemos mencionado diversas veces, es un hedge imperfecto del tipo de cambio.**

El Merval se aleja del "piso" de los US\$700



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

Dirigiéndonos a las variaciones del equity argentino, tanto localmente como en el extranjero predominaron los rojos. Localmente fueron siete los papeles que se situaron en verde, mientras que en Wall Street apenas cuatro toleraron la embestida. En líneas generales, los bancos volvieron a encabezar las pérdidas, particularmente con SUPV (-4,05% su ADR) y GGAL (-3,07% su ADR). Dentro del Merval, también TXAR sufrió, cayendo 3,99% en pesos. En lo que respecta a los pocos ganadores de la rueda, destacaron MIRG (+3,60%) en el panel local, y CAAP (+1,80%), GLOB (+1,50%) y DESP (+0,14%) en el exterior.

Halcones vs palomas: en este contexto vuela la tasa a 10 años

Los miembros de la Reserva Federal se pronuncian dispares en cuanto al futuro de la política monetaria. Por un lado, el vicepresidente de la Reserva Federal, **Michael Barr**, afirmó que el **Banco Central de Estados Unidos probablemente se encuentra muy cerca de un nivel de tasas de interés lo suficientemente restrictivo**, respaldando el mensaje del presidente Jerome Powell. Según los dichos de este último, los funcionarios podrían proceder con cautela en cuanto a subir los tipos de interés nuevamente. Los comentarios de Barr se alinearon con el ala *dovish* de los funcionarios de la Fed que esperan mantener las tasas estables durante el resto del año. En la vereda de enfrente, la Gobernadora de la Fed, **Michelle Bowman**, con un discurso más *hawkish*, reiteró que podrían ser necesarios varios aumentos adicionales para devolver la inflación al objetivo del 2% del Banco Central. Bajo este escenario, la tasa de referencia a 10 años subió 11pbs ayer y hoy extiende la suba en 5pbs, hasta los 4,73%. Esto aumentó la pendiente de la curva de rendimientos (2 y 10 años) a su nivel menos invertido desde el pico de la crisis del Silicon Valley Bank, situándose en -38,6pbs. De este modo, **entre septiembre y el inicio de octubre los rendimientos del tramo largo (tasa a 10 años) sumaron 62pbs**. En parte, el mercado compró el mensaje de la Fed *higher for longer*, es decir tasas elevadas por más tiempo. Ahora la interrogante es si restan nuevos incrementos de la tasa de referencia.

En esta línea, desde el jueves pasado, **el mercado ha comenzado a considerar con mayor probabilidad un nuevo incremento de la tasa de interés hacia la zona de 5,50% - 5,75% para la reunión de noviembre**. La probabilidad implícita asignada en el mercado de futuros de tasa de interés ha aumentado de un 20,7% el jueves de la semana pasada a un 28,4% hoy. Existe una relación directa entre la dinámica de la tasa de interés y el dólar, por lo general cuando las tasas suben, la moneda estadounidense se aprecia debido a una mayor atracción de los inversionistas hacia activos denominados en dólares, buscando mayores rendimientos. De esta forma, **el DXY (índice: dólar vs resto de las monedas) se apreció 3,4% entre septiembre y octubre, hacia los 107,191 puntos, su máximo nivel desde el 2022**. En líneas generales, la apreciación del dólar

afecta negativamente a emergentes, ya que hace que los pagos de intereses y servicio de la deuda en moneda extranjera sean más costosos para los países endeudados en moneda dura. Esta relación se trasladó a las pantallas, con una mala performance para emergentes este último tiempo, así, **el ETF EMB, compuesto por deuda emergente, observó un descenso del 5,2% desde el 31 de agosto del 2023.**

Evolución del Dólar vs la Tasa de referencia a 10 años



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

Así las cosas, el martes comienza pintado de rojo. En esta línea, los futuros de los principales índices bursátiles arrancan el día de forma bajista. El que más sufre es el Nasdaq, observando un descenso en su cotización del 0,78%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones que lo hacen en 0,61% Y 0,46%, respectivamente. Por el lado de la renta fija, **suben los rendimientos de los *treasuries* a lo largo de la curva.** Como mencionamos anteriormente la tasa a 10 años se incrementa en 5pbs hasta los 4,73%, mientras que el tramo corto (tasa a 2 años) lo hace en 1pb rozando los 5,11%. Por otro lado, el dólar se aprecia frente al resto de las monedas y el DXY suma 0,25%. Finalmente, el precio del crudo se mantiene sin variaciones, así, WTI posa en US\$88,82 por barril y el Brent lo hace en US\$90,52.

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.