

11 de octubre de 2023

Daily Mercados

ppi

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

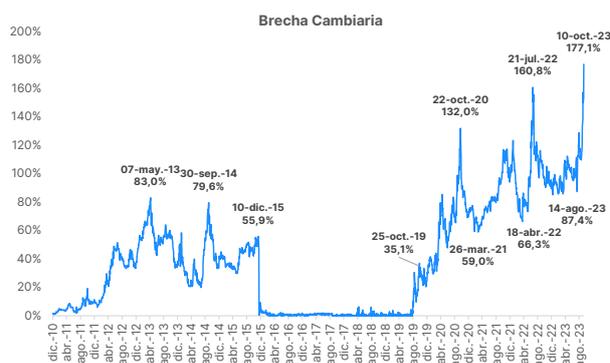
Otro día de récords

Ayer el CCL saltó \$81, de \$889 a \$970, tras haber operado durante la rueda en niveles superiores a los \$980. Así, marcó una **suba diaria de 9,1%**, siendo la más alta desde el 14/08 post PASO (+9,7%), la tercera más alta para controles de cambios (junto a 11,4% el 03/02/14) y la séptima más alta desde la salida de la convertibilidad. Ampliando el panorama, en las últimas 16 ruedas (desde los \$734 del 18/09), **la suba acumulada llega a 32,2%**, apenas por debajo del avance que prosiguió a las PASO de 33,7% en mismo lapso. **¿Cómo se comparan estos niveles respecto a otros momentos de estrés?** Ajustado por inflación argentina y de EE.UU., este CCL ya superó al récord post PASO (\$927 el 29/08) y sólo tiene por delante los \$1.009 del 22/10/20, lo que sugeriría estar ante niveles de *overshooting*. No obstante, con Milei perfilándose como el favorito para la elección y, con él, **una dolarización objetada por el mercado como escenario base, estos valores podrían ser muy inferiores a los de conversión o rescate de los pesos** (recordar que al CCL actual la deuda del BCRA es de US\$29.000 millones). Eso es lo que tiene el mercado en el horizonte y actúa en consecuencia. Como consecuencia de esta disparada del CCL, **la brecha cambiaria trepó a 177,1% y llegó así a los máximos para las dos etapas de controles de cambios de Argentina en el siglo XX**, octubre 2011/diciembre 2015 y septiembre 2019 a la fecha.

CCL récord desde octubre 2020



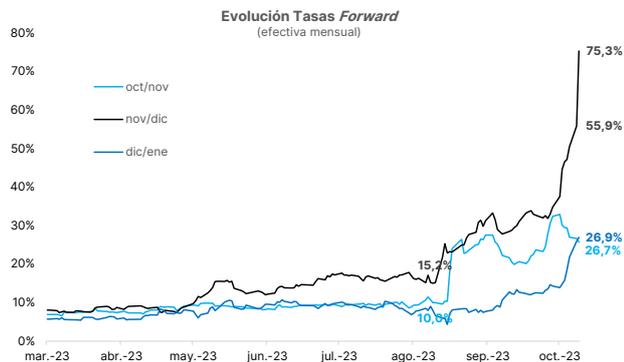
La brecha cambiaria alcanzó el máximo histórico



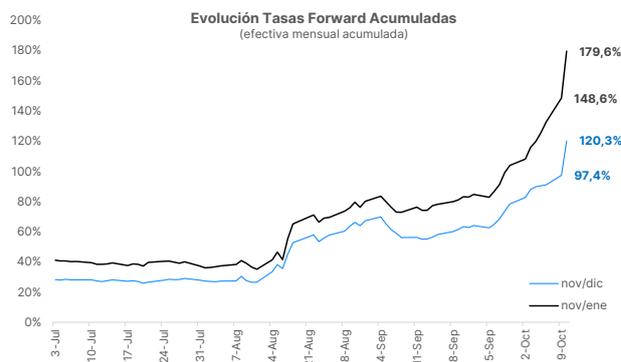
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La escalada de la brecha cambiaria a máximos tuvo su lógico correlato en el **recrudescimiento de las expectativas devaluatorias**. En los futuros de dólar de ROFEX, los contratos de diciembre tuvieron subas extraordinarias, a saber: diciembre, +9,7% directo, enero +10,6%, febrero +10,8%, marzo +9,9%, abril 10% y subas similares en adelante. En contraposición, el BCRA siguió con la usual intervención en los dos contratos más cortos, octubre y diciembre, que cerraron con respectivas bajas de 1,3% y 2,1%. Con estos elementos, **la tasa mensual implícita noviembre/diciembre se disparó de 55,9% a 75,3%, descontando una salida del cepo cambiario muy desordenada**. En paralelo, diciembre/enero creció de 25,9% a 26,9%, mientras que octubre/noviembre quedó más atrás, en 25,7%, por la intervención del BCRA. Quedó configurada así una suba acumulada entre las posiciones **de noviembre y diciembre de 120,3%, subiendo desde 97,4% el lunes, y de 179,6% para el período noviembre/enero**.

Se disparó la devaluación esperada a diciembre



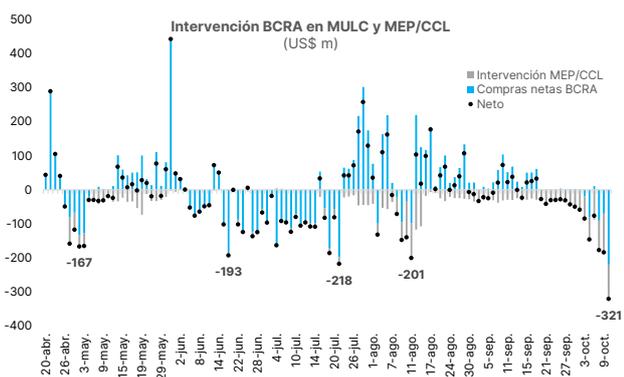
ROFEX descuenta un ajuste cambiario significativo desde noviembre



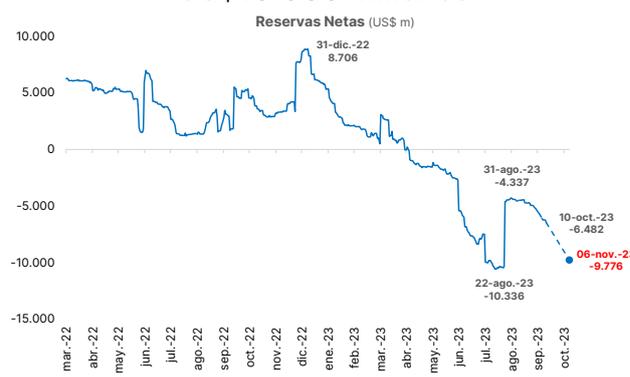
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por otro lado, también fue un día de récords negativos para la performance del BCRA en los mercados de cambios. En el MULC, **la autoridad monetaria vendió US\$220 millones, el mayor rojo desde el 03/04/23** (-US\$259 millones). A pesar de la extensión a distintos sectores del modelo dólar “soja” (25% de liquidación al CCL y 75% al oficial), el cual dejó un TC implícito de \$505, la suba de la brecha a récord histórico terminó dejando una brecha efectiva de 92% (970/505) aún con el tratamiento especial. Esto puede sentar un precedente para las ruedas que vienen. **Los controles de cambios pueden terminar agotándose y capitulando a una nueva devaluación no por una falta de represión a la demanda (que es total) sino por un estrangulamiento de la oferta.** A este saldo negativo récord de los últimos seis meses se sumó la intervención en MEP/CCL del viernes, lo que dejó un **neto de -US\$321 millones, el mayor rojo entre ambos mercados desde abril de este año.** Con estas cifras, las reservas netas del BCRA bajaron a -US\$6.482 millones y se perfilan a -US\$9.776 millones sólo por los pagos pendientes al FMI hasta principios de noviembre.

Intervención neta récord para el BCRA



Reservas Netas perfiladas a por lo menos - US\$10.000 millones

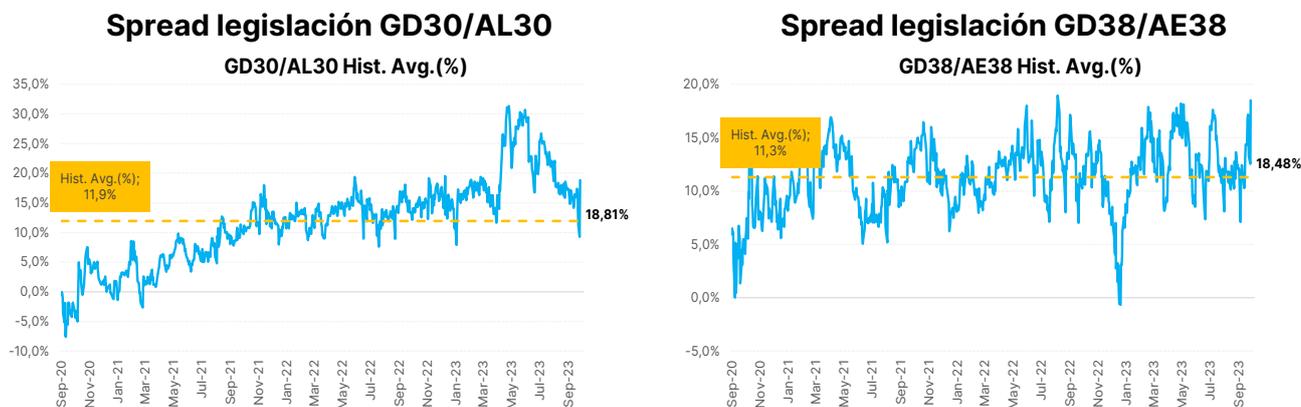


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La deuda en dólares puso un freno a las caídas

Los Globales arrancan la mañana con una tónica positiva, mostrando alzas entre 0,7% y 1,1% dependiendo del título, continuando con la performance positiva de ayer. En este sentido, la deuda soberana *hard dollar* recuperó algo del terreno perdido durante la última semana, avanzando entre 2,3% y 3,1% en la jornada de ayer. Específicamente, los movimientos fueron primerizados por el GD35 que agregó 3,1%, el GD46 lo hizo en 3%, luego se ubicó el GD41 que avanzó 2,8%, lo siguió el GD29 con 2,6%, apenas por detrás el GD38 con 2,5% y por último el

GD30 hizo lo propio en 2,3%. **Cabe destacar que sus pares ley local tuvieron un desempeño que fue a contramano que los bonos legislación extranjera.** En este sentido, la deuda en dólares ley argentina se desplomó entre 2,2% y 5%, lo que llevó que los spreads legislación (el diferencial por pasar de títulos ley argentina a la ley New York) se incrementaran. A modo de ejemplo, el spread entre el GD30/AL30 pasó de un 9,28% (un registro que se encontraba por debajo de su media histórica) a un 18,76%, en solamente una rueda.



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

Así las cosas, **la performance de los Globales impulsó el precio promedio por monto emitido en circulación a los US\$26,4 frente a los US\$25,7 del lunes.** De esta forma, la deuda soberana en dólares recupera parte del terreno delegado en las últimas semanas. Sin embargo, este incremento parece insignificante si vemos la merma que exhibió la deuda en dólares desde inicios de septiembre. **La dinámica positiva de la última jornada se dio en un contexto favorable para el universo emergente.** A modo de referencia, el ETF EMB, compuesto de deuda emergente/*distressed* agregó 0,2% a su cotización al culminar el horario del mercado. Este comportamiento alcista podría estar explicado por el mercado descenso que tuvo la tasa a diez años de los *Treasuries*. Dicha referencia disminuyó 14,4 bps ayer.

Por su parte, el Banco Central mantiene su firme presencia en el mercado de bonos. En esta línea, **estimamos que ayer el Central se desprendió de US\$93,4 millones para la compra de títulos GD30/AL30 con el objetivo de contener los dólares financieros.** Este número está un poco por encima, aunque sigue siendo muy similar, del dato que estimamos el lunes, donde la entidad utilizó US\$91,2 millones bajo esta maniobra. A su vez, es destacable que la presencia del BCRA en el dólar CCL disminuyó considerablemente la última jornada, pasando de US\$32,5 millones a US\$19,5 millones ayer. Así, **la intervención acumulada en los últimos cinco días alcanza los US\$486,2 millones, récord similar al periodo previo a las PASO.**

Se acelera la dolarización de carteras

La dinámica de los flujos netos hacia Fondos Comunes de Inversión (FCIs) muestra señales inquietantes. Como analizamos en informes anteriores, en un contexto de mayor incertidumbre, en septiembre y en la primera semana de octubre, se notó una preferencia por liquidez por parte de los inversores y una reducción de la exposición hacia títulos del Tesoro. Esto explicó en gran medida los considerables flujos netos positivos volcados a los Money Market (MM) que se observó en el período. Sin embargo, este comportamiento parece haber cambiado drásticamente en las últimas jornadas, observándose rescates netos de FCIs-MM por \$430.592 millones en sólo dos días. **Esto se dio en un contexto en que el candidato de La Libertad Avanza sugirió a los ahorristas a cancelar depósitos a plazo fijos y evitar tener pesos en sus carteras.** Estas declaraciones recibieron una respuesta por parte de las cuatro asociaciones de bancos, las cuales

publicaron un comunicado conjunto pidiendo a los candidatos a evitar hacer declaraciones que generen incertidumbre.

Más allá de esto, la pregunta que cabe hacerse es: ¿Hacia dónde fueron los pesos rescatados de FCIs? Si analizamos los movimientos del BCRA en el MULC y en el mercado de bonos, la venta de divisas por ambas vías alcanzó, según nuestras estimaciones, aproximadamente los \$274.000 millones en las últimas dos jornadas. Claramente esta cifra se encuentra por debajo de las salidas netas de FCIs-MM en el mismo período, por lo que estas dos vías no son suficientes para explicar la totalidad de los flujos. **Sin embargo, lo que si parece claro es que la demanda de dólares por parte de los inversores se aceleró.** Esto se observa en la dinámica de los tipos de cambio financieros (el CCL Senebi registró un alza del 8,5% ayer), la suba de los futuros de dólar en Rofex (el contrato de diciembre aumentó un 10% en la última jornada), y la mayor demanda por activos Dólar Linked (que recibieron flujos positivos por casi \$43.000 millones ayer).

Flujos Netos hacia FCIs

Flujo Diario (neto, en \$M)

	Industria	T+0	RF T+1 \$	DL	CER	Otros
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
Oct-02	8.376	38.955	-9.583	1.492	-10.231	-12.257
Oct-03	70	39.859	-16.161	-3.711	-17.520	-2.397
Oct-04	124.497	147.553	-11.502	-2.331	-14.238	5.014
Oct-05	-20.000	-12.124	-17.248	10.600	-13.928	12.700
Oct-06	155.865	124.167	-1.037	20.826	-5.986	17.895
Oct-09	-158.253	-139.442	-15.638	16.535	-18.037	-1.671
Oct-10	-294.749	-291.150	-23.194	42.924	-22.159	-1.169

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	67.462
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	599.179	791.184	-77.445	-8.956	-67.613	-37.991
Octubre	-170.526	-73.888	-97.304	88.222	-105.888	18.332

Flujo Acumulado Anual (neto, en \$M)

2022	869.831	918.293	20.853	2.923	-91.469	19.122
2023	2.769.131	2.177.335	-120.948	371.283	-196.785	538.247

Fuente Fondos PPI, CAFCI y cálculos propios.

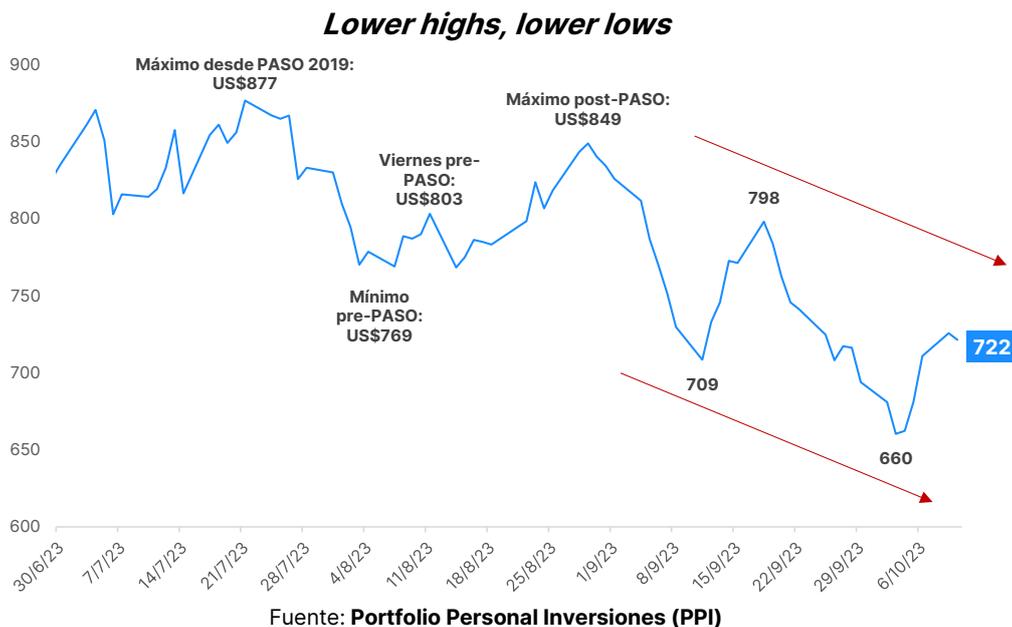
Las suscripciones hacia FCIs DL resulta llamativo, no sólo porque la percepción de riesgo en torno a la deuda en pesos va en aumento, sino también porque estos títulos ofrecieron una cobertura parcial tras la devaluación del dólar oficial post-PASO. **A pesar de esto, los inversores parecen preferir una cobertura imperfecta antes que no tener cobertura, y los DL y Duales continúan siendo una buena opción para aquellos que tienen pesos atrapados.** La demanda por estos títulos es tal, que los rendimientos de los bonos ya están cerca de los valores que mostraban antes de las primarias, con valores que van entre devaluación -15% y -35%.

Por su parte, los fondos T+1 y CER continuaron exhibiendo salidas netas en lo que va de la semana. Tal como mencionamos en nuestro Daily de ayer, la deuda ajustable por CER no logra recuperarse y el *sell-off* observado en septiembre se extiende a los primeros días de octubre. En este sentido, la jornada de ayer fue nuevamente negativa para estos títulos, con caídas que se extendieron a lo largo de toda la curva. El tramo más afectado fue el de mayor *duration*, con mermas que fueron entre el -2%/-4,5% diario para los títulos con vencimientos posteriores al 2025. **Claramente, la dolarización preelectoral de carteras está tomando una velocidad vertiginosa, cuando todavía restan 6 jornadas hasta las elecciones generales.**

El Merval no encuentra drivers que lo impulsen

En los últimos meses, pareciera que el principal índice bursátil argentino rebota únicamente por cuestiones de precio. Luego de fuertes ventas, que lo hacen retroceder considerablemente, halla resistencia compradora que lo ayuda a rebotar. Sin embargo, esas compras “baratas” parecen estar cada vez más abajo. También los puntos de salida respetan la tendencia. Por ende, **los mínimos del Merval cada vez son más bajos, al igual que sus máximos.** Incluso ayer, el índice titubeó en su tímida recuperación. Aunque el traspie requiera confirmación durante la jornada de hoy, es factible que el 9 de octubre haya visto su máximo más reciente en US\$726, y comience un nuevo declive. Ello denotaría una especie de confirmación de la tendencia que venimos observando desde fines de julio, y más marcadamente, desde fines de agosto. Particularmente ayer, **el Merval culminó en US\$722 luego de que el índice en pesos le presente una batalla más que digna al dólar medido a partir de ADRs.** Es que el último trepó estrepitosamente 7,9% (desde \$896 hasta \$967), mientras que el segundo lo hizo por 7,3%.

Como hemos mencionado numerosas veces, **es razonable que el Merval no pueda seguirle el ritmo al dólar.** En general, las empresas argentinas no poseen sus ingresos en dólares. Un ejemplo claro son los bancos, cuyo negocio principal es el arbitraje de tasas en pesos. Si hubiera un salto del tipo de cambio, los pesos que los bancos ganan no incrementarían en la misma proporción y, consecuentemente, valdrían menos en dólares. En definitiva, teniendo en cuenta que las valuaciones de las acciones constan de descontar los flujos futuros de las empresas al momento actual, es lógico que sus precios no ajusten en línea al potencial salto devaluatorio que una brecha de aproximadamente 170% insinúa.



Adicionalmente, **la situación no da señales de normalización a futuro**, sino que pareciera ir en la dirección de una espiralización del problema. El abultado (y expansivo) déficit fiscal, la emisión monetaria necesaria para cubrirlo en un escenario de inflación mensual de dos dígitos, la sangría de reservas del Banco Central, las dudas subyacentes sobre la deuda indexada, las palabras de miembros de La Libertad Avanza incitando a reducir tenencias en pesos son todos factores que pesan sobre las perspectivas económicas de corto plazo. **Con un deterioro macroeconómico tal también es lógico que las acciones no puedan seguirle el ritmo al dólar.** Después de todo, requieren de un marco estable para crecer orgánicamente. Las condiciones actuales podrían llevar a una recesión, y esa probabilidad debería verse priceada en los precios de los activos.

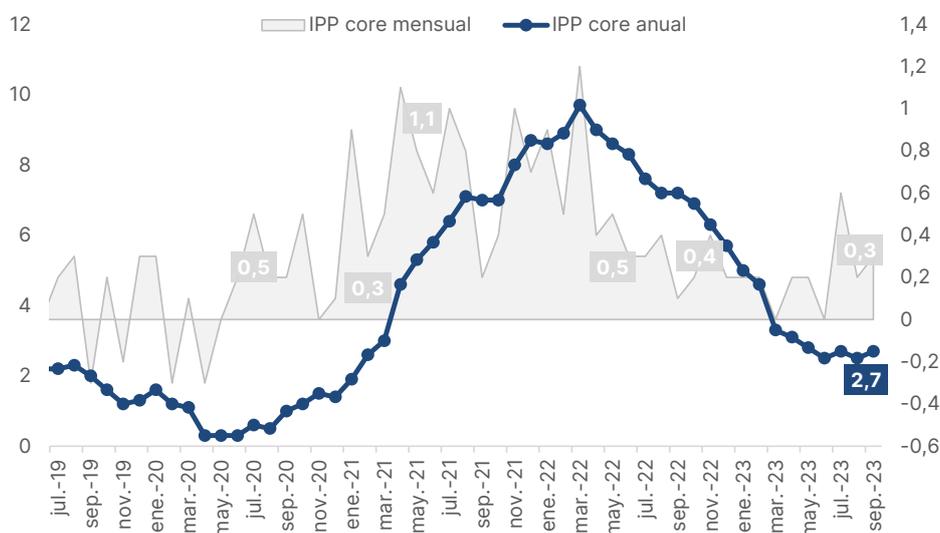
Esto se profundizaría aún más si el contexto internacional empeora. El conflicto entre Israel y Hamas, que podría involucrar a varias naciones (Irán, Arabia Saudita, Rusia, China, Estados Unidos, entre otros), podría derivar en una inflación que escale debido a sanciones y bloqueos que surjan en vistas de perjudicar agresores. Adicionalmente, dado que la zona afectada es sinónimo de oferta para el crudo, el precio del commodity podría repuntar, generando un rebote de las presiones inflacionarias en el mundo. Ello seguramente derivaría en un esfuerzo restrictivo mayor por parte de la Reserva Federal para frenar la economía para aminorar la demanda de petróleo. Las consecuencias de tal movimiento podría ser una recesión a nivel mundial (potencialmente en conjunto con una guerra de gran escala). En resumen, **hoy en día el Merval tampoco encuentra paz en las condiciones internacionales.**

Los precios al productor se aceleran

En vísperas de la próxima publicación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) programada para mañana, hoy se dio a conocer el Índice de Precios al Productor (IPP). Este último puede considerarse un indicador adelantado del IPC, ya que tiene a haber una correlación entre ambos. De esta manera, **la variación interanual del IPP se situó en 2,2% en septiembre, superior al 1,6% esperado por los analistas.** Además, se revisó al alza el dato de agosto, de 1,6% al 2%, lo que sigue implicando una aceleración de la inflación en septiembre. En esta línea, la variación mensual del índice fue de 0,5% el mes pasado, mayor a lo esperado (0,3%) pero desacelerándose con respecto a agosto (0,7%). En paralelo, **el IPP subyacente que excluye los precios de los alimentos y energía, registró un aumento del 2,7% en septiembre**, incrementándose respecto al dato anterior (2,5%) y superando las expectativas (2,3%). A su vez, la variación mensual de precios

del IPP core se posiciona en 0,3%, ligeramente por encima de las proyecciones de los analistas como del resultado del mes anterior (ambos en 0,2%). **El hecho de que se publicara antes que la cifra de precios al consumidor marcó la diferencia y pone un freno a la recuperación de los bonos.** Esta mañana, la tasa a 10 años disminuyó en 9pbs hasta alcanzar el 4,56%, **pero como respuesta a la sorpresa relacionada con el IPP, aumentó en 2pbs, llegando a un 4,58%.** Asimismo, se publicó el IPP que excluye alimentos, energía y comercio, que proporciona una visión aún más enfocada de la inflación subyacente. Este indicador es útil para comprender mejor los cambios en los precios de los bienes y servicios que están directamente relacionados con la producción y menos expuestos a fluctuaciones externas de oferta y demanda. En esta dirección, **se observó un incremento anual del IPP ex alimentos, energía y comercio del 2,8% en septiembre**, ligeramente por debajo de lo que anticipado (3%) y del dato de agosto (2,9%).

Evolución del Índice de Precios al Productor subyacente



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

En lo que respecta a la dinámica de los mercados, los dichos de Fed parecen haber traído cierta calma. En este sentido la tasa a 10 años registra un declive por segunda rueda consecutiva (-7pbs hoy), situándose en 4,58% (recordar que el viernes cerró en 4,8%). En paralelo, el tramo corto (tasa a 2 años) lo hace con menor fuerza en 1pbs, hacia la zona de 4,96%. De esta manera, el spread entre la tasa de 2 y 10 años se vuelve ampliar, ubicándose en -40,106pbs. **¿Qué sucede con el equity?** Los futuros de los principales índices bursátiles comienzan la jornada al alza. Hoy, el Nasdaq experimenta un aumento del 0,44%, mientras que el S&P 500 y el Dow Jones también muestran un buen rendimiento con incrementos del 0,32% y 0,28%, respectivamente. En lo que a commodities respecta, el crudo abre a la baja. El WTI desciende 0,72% hasta los US\$85,37 por barril, mientras el Brent cotiza en torno a los US\$87,09 el barril, recortando 0,66% desde el último cierre.

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.