

12 de octubre de 2023

Daily Mercados

ppi

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

Salieron las condiciones de la licitación del Tesoro

El Tesoro difundió las condiciones de la última licitación antes de las elecciones generales que se llevará hoy. En esta ocasión, los vencimientos rondan la cifra de \$750.000 millones (creemos que 89,6% pertenece a privados). Faltando solo seis ruedas para las elecciones generales, la demanda de dólares por parte de los inversores se aceleró en las últimas jornadas. En este contexto, se observó una notable recuperación de los bonos que ajustan por tipo de cambio oficial (Dollar Linked y Duales), por lo que no nos sorprende que **el menú ofrecido por el Tesoro (a excepción de las letras cortas) esté compuesto exclusivamente por este tipo de títulos, tratando de aprovechar la mayor demanda de los privados por estos instrumentos.** En este sentido, como mencionamos en nuestros informes, a pesar del incremento de la incertidumbre respecto a la deuda en pesos y la cobertura parcial que ofrecieron los DL frente a la devaluación del oficial en agosto, los inversores parecen preferir una cobertura imperfecta a no tenerla.

En concreto, el menú ofrecido está compuesto enteramente por reaperturas de títulos en circulación, a excepción de la LELITE al 31 de octubre, exclusiva para Fondos Comunes de Inversión. **Los títulos restantes son los siguientes:** dos letras CER, una al 18 de enero y la otra al 20 de febrero, ambas con vencimiento en 2024 (**X18E4 y X20F4**). Siguen dos bonos DL, uno que vence el 30 de abril del año que viene y otro al 31 de marzo del 2025 (**TV24 y TV25**). Por último, el Tesoro ofrece un Dual al 30 de junio del 2024 (**TDJ24**) y otro al 30 de agosto del mismo año (**TDG24**).

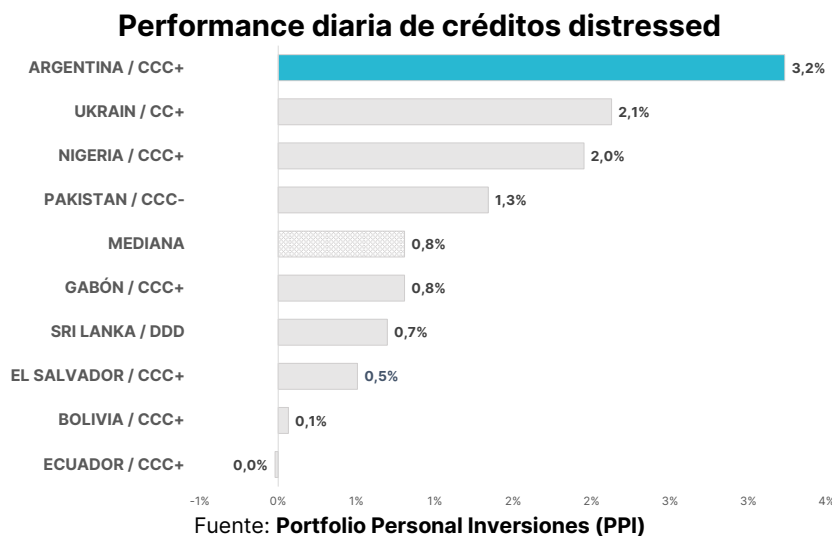
¿Dónde vemos valor? Como mencionamos en otras oportunidades, dada la vulnerabilidad de la deuda soberana en pesos no vemos atractivo en ningún segmento. De todas formas, para los inversores que estén alcanzados por regulaciones/restricciones que no permitan la dolarización, ni soberanos en dólares ley extranjera (hedge imperfecto pero una alternativa mejor), creemos que los títulos DL y Duales son las mejores opciones dentro de este esquema. Teniendo en cuenta lo sucedido en licitaciones anteriores, cuando el TV25 no despertó mucho interés, **posiblemente el DL más corto (TV24) capte más atención por parte de los inversores**, además de tratarse de un título con mayor liquidez en el secundario. Por su parte, **los Duales son una buena opción para aquellos con pesos atrapados que quieran estar cubiertos ante ambos riesgos (inflación y devaluación)**, siendo el TDG24 el título con mayor monto emitido hasta el momento, y que podría contar con mayor liquidez en caso de necesitar desarmar posición en el secundario. En cuanto a las letras ajustables por CER, dado que prácticamente el 75% de los vencimientos de esta semana están explicados por la LECER de octubre (X18O3), probablemente haya cierta demanda por estos títulos. Sin embargo, **teniendo en cuenta que la deuda CER viene muy golpeada en las últimas semanas, es probable que el Tesoro deba ofrecer mayores tasas que las observadas en el secundario** para despertar el interés de los inversores.

Los Globales extienden los verdes una rueda más

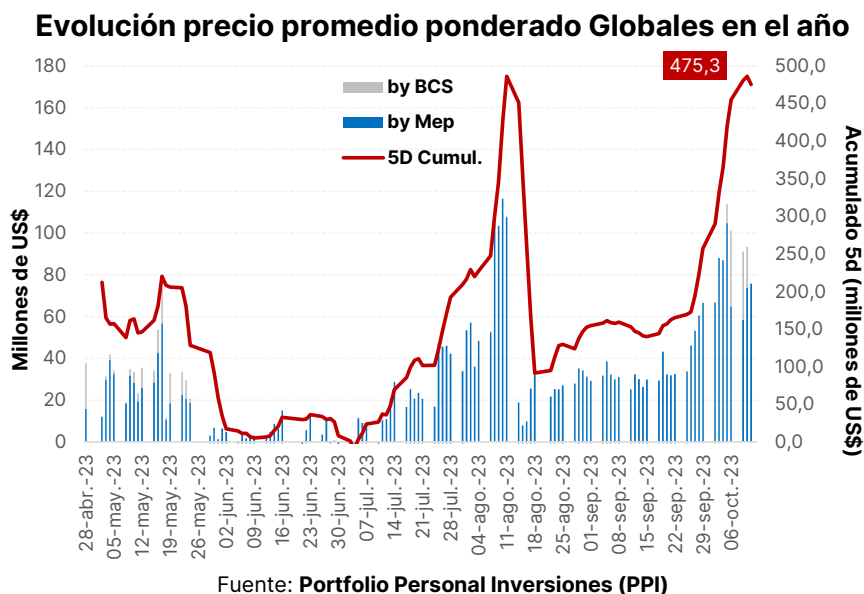
La deuda en dólares apunta su segunda jornada consecutiva con notables alzas en un día favorable para emergentes al tiempo que **la tasa a diez años de los Treasuries norteamericanos a 10 años descendió 9bps.** De esta manera, el precio promedio ponderado de los títulos argentinos se ubicó a los US\$27,4 frente a los US\$26,4 de la rueda previa, lo que **significa un crecimiento de 3,6% en el día.** A su vez, el resto del universo también gozó de una jornada formidable.

En este sentido, el ETF EMB que utilizamos como referencia internacional al componerse de deuda emergente culminó la jornada bursátil agregando 0,8% a su cotización. Incluso, si observamos ejemplos más puntuales, **créditos distressed similares a los títulos de deuda argentinos avanzaron entre 0,1% y 2,1% mientras que el GD30 argentino (comparación por similar maturity)**

lo hizo en 3,2%. Como se puede observar, la performance de la deuda en dólares local fue ampliamente superior a la de sus pares. En esta línea, detallando los movimientos de la curva, los ascensos estuvieron encabezados por el GD35 que avanzó 4,1%, luego se posicionó el GD41 con 3,7%, apenas por detrás el GD46 haciendo lo propio en 3,5%. Lo siguió el GD38 creciendo 3,3% y el GD30 y GD29 haciéndolo en 3,2% y 3,1%. No obstante, el comportamiento de la deuda en dólares argentina, notoriamente superior al de los créditos similares puede atribuirse al *high beta* característico de los activos argentinos que genera mayor volatilidad en el desempeño del activo.



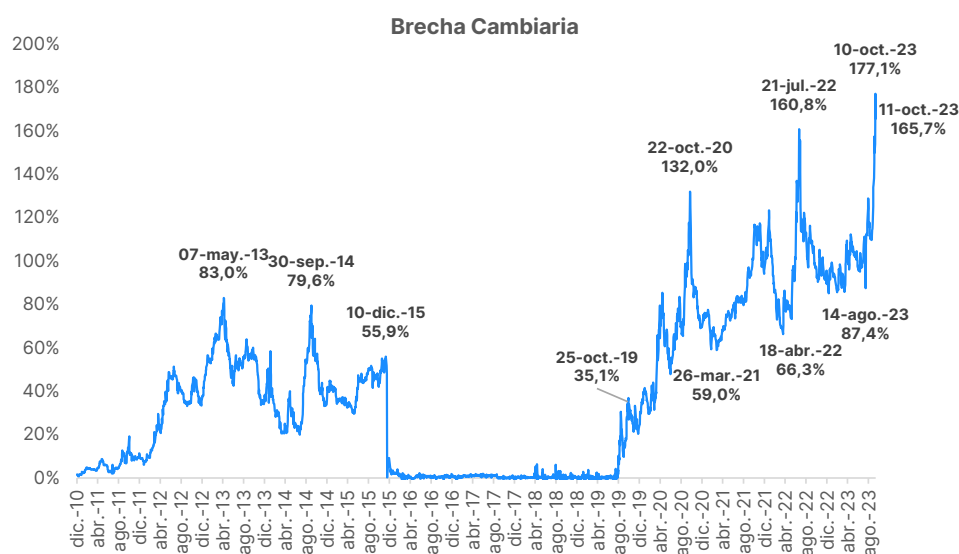
Por otro lado, siguiendo con un tema muy relevante en el mercado de bonos, la intervención del BCRA volvió a desacelerarse. Luego de las regulaciones pautadas por la CNV, **el Banco Central habría vendido US\$75,4 millones para contener la escalada de los dólares financieros.** Cabe resaltar que, a diferencia de los últimos días, la intervención estuvo enteramente volcada al dólar MEP **sin verse presencia del BCRA en el dólar CCL.** Dicha cifra, como mencionamos representa una desaceleración marcada con respecto a las ruedas previas. El promedio de los últimos 5 días estaba en torno a los US\$97 millones. De todos modos, este ritmo de intervención es evidentemente elevado. Así las cosas, el acumulado de cinco días desciende levemente para ubicarse en los US\$475,3 millones.



La dinámica no se resiente por las regulaciones

Las nuevas regulaciones le pusieron un freno al CCL, que experimentó un recorte de 4,1% a \$930 desde el récord de \$970 marcado el martes. De todas maneras, los fundamentos para una tendencia alcista se mantienen y, como suele ocurrir en estas ocasiones, solo es cuestión de tiempo para que el mercado se rearme. **El gran interrogante es si con la descompresión forzada sobre la demanda alcanza para llegar con un CCL no muy alejado de estos valores a las elecciones.** Con esta baja transitoria del CCL la brecha cambiaria descomprimió desde el récord histórico 177,1% a 165,7%, aunque sigue por encima de los niveles del martes de 154%.

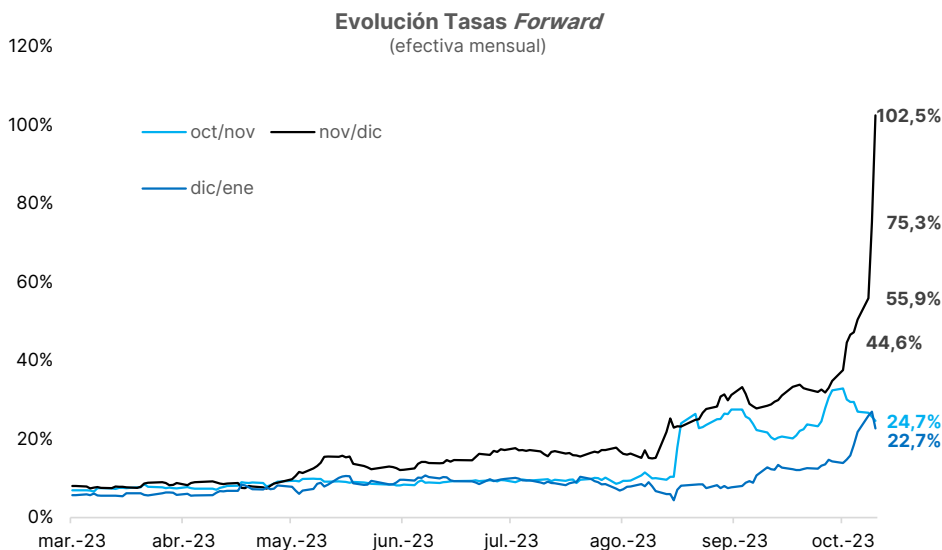
La brecha sigue cerca de máximos a pesar de las restricciones



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

A pesar del descenso en la brecha, las expectativas devaluatorias siguieron exacerbándose, lo cual da prueba de la transitoriedad de la calma. Por un lado, los contratos de octubre y noviembre tuvieron bajas directas de 1,4% y 2,2%, reflejando la usual intervención del Banco Central en los dos primeros plazos. En contraposición, las posiciones de diciembre en adelante siguieron escalando, con saltos incluso superiores a los del martes. **Se destacó el futuro de diciembre con un avance diario de 12,5%** (superando el crecimiento récord del martes de 9,7%), mientras que los plazos de enero en adelante registraron subas de entre 8,4% y 10,5%. De esta manera, **la tasa forward noviembre/diciembre se disparó a 102,5% mensual** (el ajuste del contrato al 29/12 cerró en \$900), subiendo desde 75,3% el martes y 44,6% al cierre de la semana pasada. Si a esto se le agrega la *forward* octubre/noviembre de 24,7%, llegamos a un acumulado de 152,4% para los últimos dos meses del año, frente a 97,4% apenas dos ruedas atrás y a 91,1% el viernes pasado. A modo de reflexión, **creemos que las expectativas devaluatorias tan desbocadas observadas en las últimas ruedas podrían reflejar que el mercado comenzó a incorporar una vía inexorable hacia la dolarización, más que tan sólo una salida del cepo cambiario desordenada.**

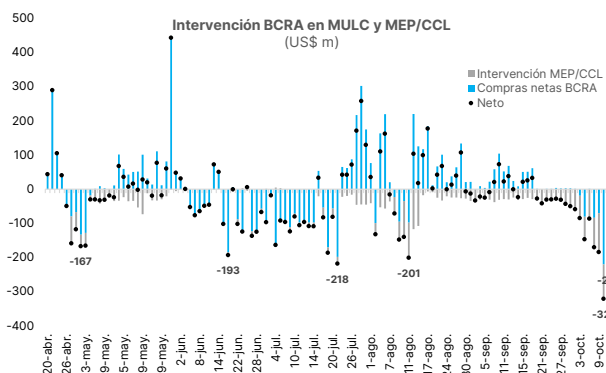
¿Diciembre empieza a descontar algo más que una salida abrupta del cepo?



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

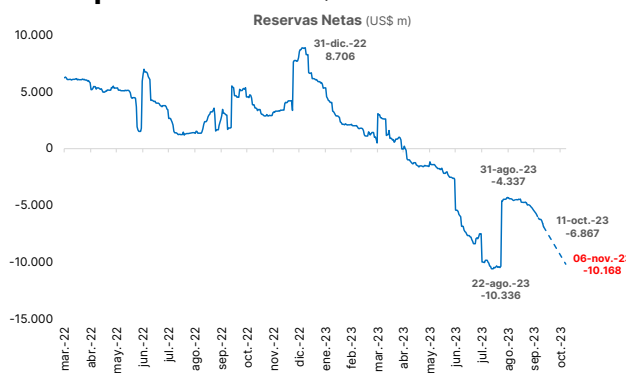
En cuanto al mercado de cambios, **el Banco Central vendió US\$130 millones**, registrando ventas en seis de las últimas siete ruedas. Así, el acumulado del mes (que, a su vez, es coincidente con el período de extensión del dólar “soja” 4) trepó a US\$601 millones, borrando las compras de las 23 ruedas previas. Simultáneamente, la intervención en MEP y CCL del lunes de US\$91 millones impactó ayer en reservas, dejando un saldo diario neto de US\$221 millones. **Así, junto al récord de intervención entre ambos mercados de US\$331 millones del martes, el BCRA se deshizo en apenas dos jornadas de la friolera de US\$540 millones.** Según nuestras estimaciones, las reservas netas ya son de -US\$6.867 millones y apuntan a bajar hasta -US\$10.168 millones por los pagos por US\$3.301 millones que deben afrontarse con el FMI entre fines de octubre y principios de noviembre.

El BCRA perdió US\$540 millones en las últimas dos ruedas



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

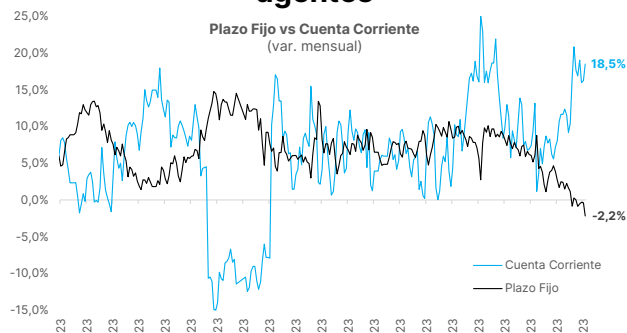
Reservas Netas en -US\$7.000 millones y apuntando a -US\$10.000 millones



Por último, **la caída en los depósitos a plazo fijo cristaliza la acentuación del proceso de huida del peso.** El lunes 09/10 los Plazo Fijo del sector privado experimentaron una baja de \$234.714 millones o 1,8% diario, la segunda mayor desde las PASO luego del -2% del 02/10. Ampliando la perspectiva, estos depósitos retroceden 5% nominal desde el 20/09 (pico del stock) o **2,2% mensual, cuando sólo por el devengamiento de la tasa de interés promedio deberían haber crecido 9,4% mensual.** A modo de ilustración, desde el 20/09 el stock debería haber crecido

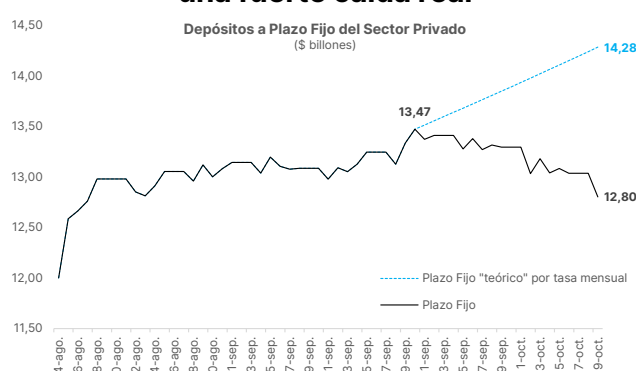
desde \$13,47 billones hasta \$14,28 billones sólo por la tasa, cuando en realidad bajó hasta \$12,80 billones, lo que implica una caída observada de \$0,67 billones o “teórica” de \$1,48 billones. **La contracara de esta huida de Plazo Fijo es el exuberante crecimiento de las Cuentas Corrientes** (proxy de las Cuentas Remuneradas en las que invierten los FCI *Money Market*), **que suben 18,5% mensual**. Esto es prueba fiel de una marcada preferencia por liquidez de los agentes, que está traduciéndose en la aceleración de la velocidad de circulación del dinero observable en la escalada de los dólares financieros.

Se acentúa la preferencia por liquidez de los agentes



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

La caída nominal de los Plazo Fijo implica una fuerte caída real



¿Habrá ruptura de tendencia?

A lo largo de la semana observamos que el principal índice bursátil argentino mostraba una tendencia técnica a la baja. Desde julio, y más marcadamente desde agosto, **sus máximos se tornaban más bajos y lo mismo sucedía con sus mínimos**. Hasta ayer parecía que habría una confirmación de la tendencia, pero, por el contrario, llegó el batacazo. Así, **el Merval rebotó de US\$722 a US\$766** de la mano de un índice en pesos que avanzó 2,5% y un dólar medido por ADRs que cedió 3,4% (de \$967 a \$934). Aún le queda recorrido para sobrepasar los US\$798 del máximo más reciente, pero sin dudas el salto de 6,1% cooperó en la misión. De lograr vencer la resistencia, podríamos hablar de una tendencia más largoplacista, uniendo los picos de julio y agosto, pero para esa altura es factible que el Merval se encuentre en franco ascenso. De todas formas, es menester apuntar que **gran parte de la recuperación estuvo explicada por la performance del dólar, cuya caída fue producto de las nuevas restricciones impuestas por la CNV a la operatoria de CCL, las cuales sumaron a la de conversión de acciones a CEDEARs o ADRs**. Por ello, debemos ser cautos con el optimismo que rodea al Merval.

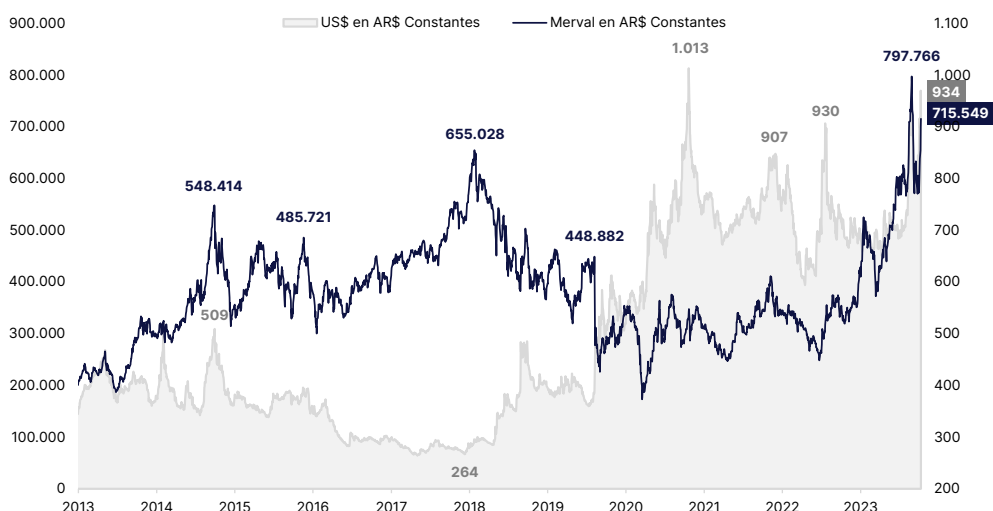
Lower highs, lower lows



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

Adicionalmente, **debemos señalar que el índice en pesos se encuentra aproximándose a su máximo histórico en pesos constantes una vez más, ya habiendo sobrepasado la marca de 2018.** Ello sugiere la posibilidad de que por más que el Merval parezca barato en dólares, pues está muy lejos incluso de sus niveles pre-PASO 2019, quizás no lo esté en pesos. Considerando que un salto devaluatorio beneficiaría solo a una parte de los componentes del índice (más que nada al sector energético), los fundamentos apuntan en dirección contraria a una recuperación. Los bancos son el claro ejemplo de un sector que saldría fuertemente perjudicado de un salto en el tipo de cambio, pues su flujo futuro en pesos disminuiría de valor en moneda dura. Este escenario toma más fuerza al considerar la incertidumbre política que acecha las elecciones del 22 de octubre y la inestabilidad económica puesta en términos de déficit fiscal, emisión monetaria y acumulación de reservas.

Merval en pesos camino a su máximo



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

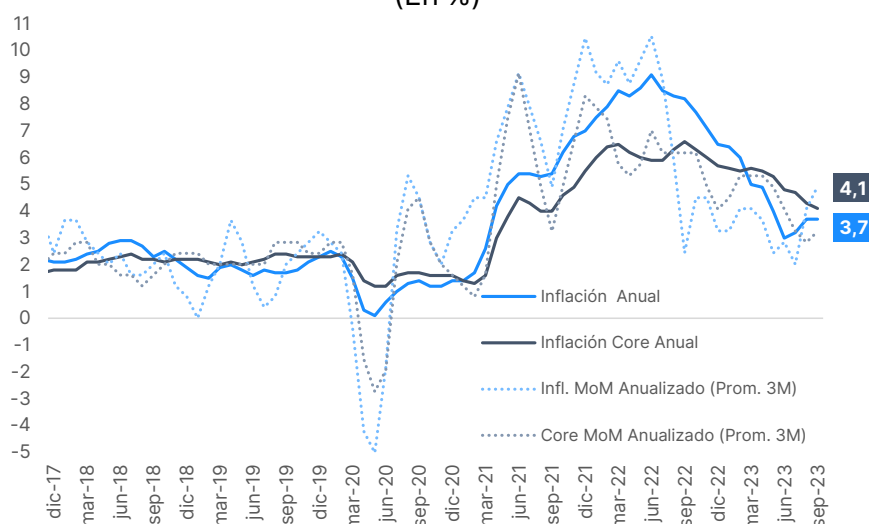
Por último, **dirigiéndonos a las variaciones internas del índice**, más allá de que seis acciones culminaron en terreno negativo, **en la divisa norteamericana todas ellas se capitalizaron.** TRAN (-2,61%), BYMA (-2,39%) y TGNO4 (-1,55%) fueron las que marcaron las mayores pérdidas y lejos

estuvieron del retroceso del dólar. En ese sentido, las ganancias de ALUA (+9,05%), TXAR (+6,39%) y COME (+5,54%), que han sido bestiales en pesos, más aún lo fueron en dólares. De manera similar, **apenas tres de los diecinueve ADRs finalizaron la jornada en rojo**: GLOB (-1,69%), MELI (-1,14%) y DESP (-0,43%). Contrariamente, CRESY (+11,69%), TGS (+6,80%) y CEPU (+5,61%), que colmaron el podio de verdes, marcaron ganancias extraordinarias. De esta forma, **el promedio del panel se sostuvo en torno a +2,7%**.

La lectura de inflación de septiembre sorprende al alza

El índice de Precios al Consumidor (IPC) siguió la tendencia del Índice de Precios al Productor (IPP) publicado en el día de ayer, sorprendiendo al alza. De este modo, en el transcurso de la mañana se hizo público **el índice de inflación de septiembre, el cual mostró un crecimiento anual de precios del 3,7% (igual al dato de agosto), ligeramente superior al 3,6% previsto por los analistas**. En esta línea, la tasa de inflación mensual se situó en 0,4%, levemente por encima de las previsiones del mercado (0,3%) aunque desacelerándose con respecto al mes anterior (0,6%). Recordemos que el dato de inflación de agosto fue un *outlier*, que se vio fuertemente afectado por el incremento de los precios de la gasolina (septiembre también, pero en menor medida). Sin embargo, tras el conflicto en Medio Oriente vuelven las presiones sobre el precio del petróleo. El WTI asciende 2,5% en lo que va de la semana ubicándose en torno a los US\$84,64 por barril, mientras el Brent cotiza en US\$87,11 aumentando 3,3% desde el viernes pasado. En paralelo, **la inflación subyacente, que excluye los precios de los alimentos y energía, registró un aumento del 4,1% el mes pasado** (igual a lo estimado por los analistas), desacelerando con respecto al dato de agosto (4,3%). Del mismo modo, el crecimiento mensual fue del 0,3% en septiembre, en línea con las expectativas y con el resultado del mes anterior. Si bien, hoy en día la atención se centra en la inflación y en el posible efecto que el aumento de los precios del petróleo pueda tener en las próximas lecturas, **es importante destacar que la inflación subyacente está demostrando una tendencia saludable, caracterizada por una constante desaceleración a lo largo del tiempo**.

Evolución de la inflación en Estados Unidos (En %)

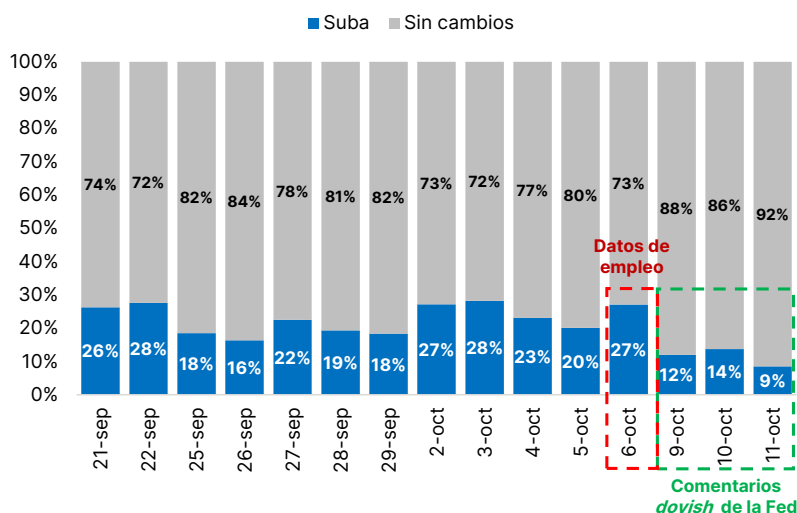


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Además, en el día de ayer se publicaron las actas de la última reunión de septiembre del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés). En este sentido, **todos los representantes de la política de la Reserva Federal estuvieron de acuerdo en que el banco central debería proceder con cuidado en las decisiones sobre tasas de interés** y que los datos

entrantes ayudarían a determinar si era necesario otro aumento en los próximos meses. Así, dejaron abierta la posibilidad de mantener sin variaciones la tasa en la próxima reunión de noviembre. Todos los funcionarios estuvieron de acuerdo en que las tasas deberían mantenerse altas por más tiempo (*higher for longer*), y varios responsables de la política buscaron cambiar el enfoque de las decisiones y comunicaciones hacía cuánto tiempo mantener las tasas altas en lugar de cuánto aumentarlas. A su vez, **el vicepresidente de la Reserva Federal, Philip Jefferson, el lunes señaló la posibilidad de que los miembros del organismo actúen con precaución en vista del reciente aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro a largo plazo.** A diferencia de varios de sus colegas, la gobernadora de la Reserva Federal, Michelle Bowman, dijo que es posible que la tasa de referencia tenga que subir 1 vez más y mantenerse elevada durante más tiempo del previsto para conseguir que la inflación llegue al *target*. Sin embargo, sus declaraciones sonaron algo menos agresivas que sus comentarios del 2 de octubre, cuando dijo que probablemente serán necesarias más de una suba para contener las presiones sobre los precios. **Todo esto redujo considerablemente las expectativas de un incremento adicional de la tasa de referencia para la reunión de noviembre.** La probabilidad implícita pasó de 27,12% el viernes de la semana pasada a 13,8% el martes (lunes fue feriado en Estados Unidos). Luego de la publicación de las minutas la misma probabilidad cerró en 8,5% ayer.

Probabilidad de suba de tasas en la reunión de noviembre
(En%)



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

En este contexto, Wall Street abre el jueves en verde. Los futuros de los principales índices bursátiles comienzan la jornada al alza. En la posición líder se posiciona el S&P 500 sumando 0,37% en lo que va del día, mientras en segundo y tercer lugar podemos encontrar al Dow Jones y al Nasdaq haciéndolo en 0,35% y 0,32%, respectivamente. ¿Qué sucede con los bonos? **Los rendimientos de los bonos del Tesoro abren flat.** En este sentido, la tasa de referencia a 10 años se mantiene en torno a 4,56%, a la vez que el tramo corto (tasa a dos años) se sitúa en 4,99%. Siguiendo la dinámica de lo que pasó esta semana tras el conflicto en Medio Oriente, **los precios del crudo incrementan al inicio de la rueda.** El WTI asciende 1,40% hacia la zona de los US\$84,64 por barril, mientras el Brent cotiza en US\$87,11 aumentando 1,53% desde el cierre de ayer. A su vez, ante la incertidumbre internacional, el oro funciona como refugio y esta mañana el XAU sube 0,5%.

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.