

18 de octubre de 2023

# Daily Mercados

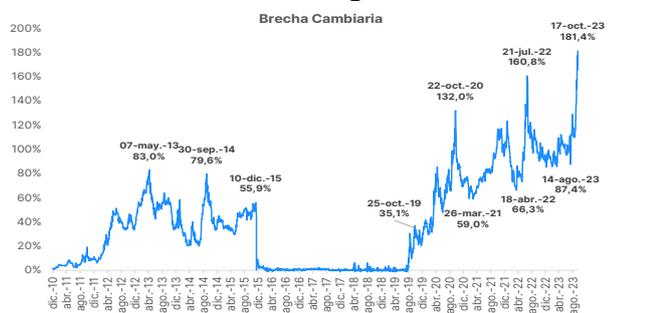
ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

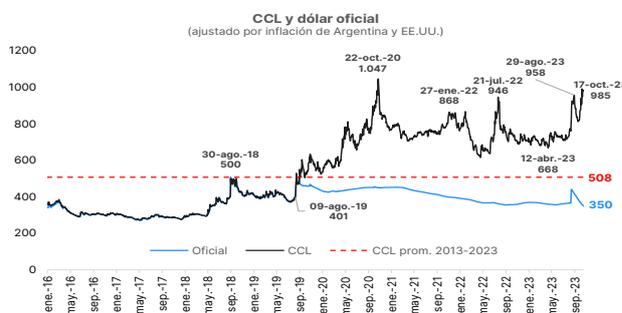
### Tras otro día de récords, se amplía el swap chino

A pesar de la ampliación de regulaciones establecida la semana pasada, el CCL avanzó 3,1% en la primera rueda de la semana, de \$955 el jueves a un nuevo máximo nominal de \$985. Consecuentemente, ante un dólar oficial congelado en \$350 desde el 14 de agosto, **la brecha cambiaria trepó a 181,4%, quebrando el máximo de 177,1% de la semana pasada y volviéndose así en el récord de los controles de cambios de este siglo.** En cuanto a valores de referencia, el CCL ajustado por inflación de octubre 2020 de \$1.047 sólo se encuentra 6,3% por encima del nivel actual. Vale decir que el apilamiento de regulaciones e intervenciones no permite conocer el valor del dólar libre de mercado, que debería estar más arriba en su ausencia. Más allá de esto, **el resultado de la elección terminará por definir el sendero del CCL, siendo la opción preferida por el mercado el ingreso de Juntos Por El Cambio en el ballotaje, lo cual implicaría cierta calma.**

### La brecha marcó nuevamente un récord en este siglo



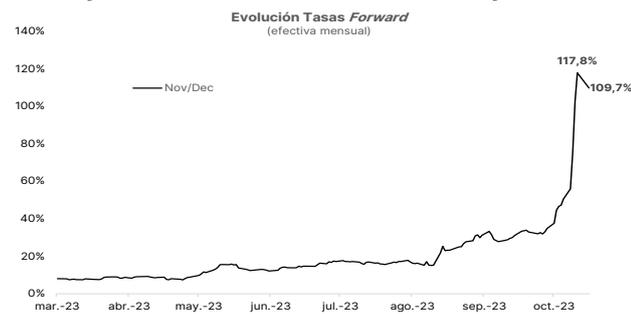
### El CCL se ubica sólo por debajo del pico de octubre 2020



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

En el contexto de una brecha cambiaria récord, curiosamente **las expectativas devaluatorias mermaron, aunque no por fundamentos monetarios sino por el accionar del Banco Central.** A diferencia de lo usual, ayer se habría registrado intervención no sólo en los primeros dos contratos sino también más allá en la curva, evidenciado en bajas pronunciadas de entre 4,5% y 6,8% en las posiciones de diciembre en adelante. Con estos descensos, **la tasa forward mensual implícita de diciembre recortó desde el récord de 117,8% a 109,7%,** aunque sigue situándose en niveles exorbitantes que descuentan un brusco ajuste cambiario o una fuerte demanda de cobertura en el primer mes de la próxima administración. Sugerimos que el BCRA habría estado activo en toda la curva ya que el interés abierto saltó US\$615 millones o 13,2% entre ROFEX y MAE, un valor más que atípico. En este sentido, **estimamos la posición vendida de la autoridad monetaria en US\$2.200 millones entre ambos mercados,** teniendo un amplio margen hasta el límite de US\$9.000 millones al 31/12 establecida por el FMI.

### La forward noviembre/diciembre cerró a la baja tras alcanzar un récord el jueves



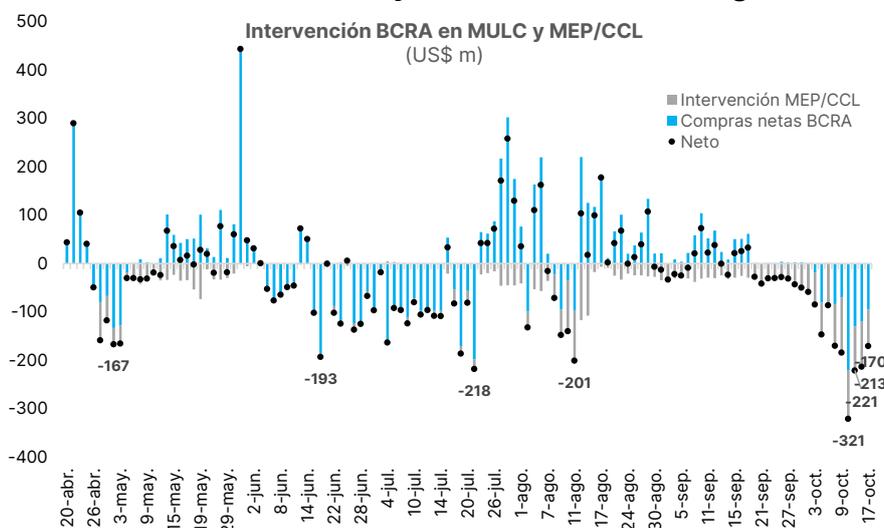
### El BCRA estaría vendido alrededor de US\$2.200 millones en futuros



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

Por el lado del mercado de cambios, el Banco Central vendió US\$95 millones en el MULC, hilvanando seis ruedas de ventas de magnitud. Así, el rojo acumulado del mes trepó a US\$816 millones. En simultáneo, la intervención en MEP y CCL del miércoles pasado por US\$75 millones impacto ayer en reservas, arrojando un balance neto diario de US\$170 millones. De esta manera, **la racha negativa de drenaje de reservas entre ambos mercados se estira a 18 ruedas, con una pérdida acumulada de US\$1.940 millones.** Al respecto, hoy [los medios informan](#) que el gobierno habría llegado a un acuerdo para ampliar el swap con China en US\$6.500 millones, lo que permitiría autorizar pagos de importaciones al gigante asiático y, de esta manera, morigerar la pérdida de reservas en el MULC. De esta manera, quedarían más divisas disponibles para continuar interviniendo en la brecha cambiaria. Destacamos que **esta maniobra no altera el número de reservas netas, estimado en -US\$7.590 millones, pero sí genera reservas líquidas o utilizables y así amplía el margen de intervención.**

**La intervención del BCRA en MULC y MEP/CCL se vuelve algo menos negativa**



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

Balance del BCRA en US\$ al 17/10 (estimado)			
<b>Activos</b>	<b>24.990</b>	<b>Pasivos</b>	<b>32.580</b>
Oro	3.815	Swap chino	17.746
Liquidez en divisas y <i>treasuries</i>	<b>5.996</b>	<b>Encajes</b>	<b>9.896</b>
Yuanes 1° y 2° tramo	6.866	Instituciones Financieras	3.001
Yuanes "activables"	6.468	Repo SEDESA	1.851
DEGs	1.845	Cheques en divisas	22
		Depósitos Gobierno	0
		Otras Obligaciones en US\$	64
		<b>Patrimonio Neto</b>	<b>-7.590</b>
		<b>Stress Test (salida de depósitos en US\$ de 100%)</b>	<b>-1.532</b>
		<b>Stress Test (salida de depósitos en US\$ de 100%) t+2</b>	<b>-1.697</b>

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

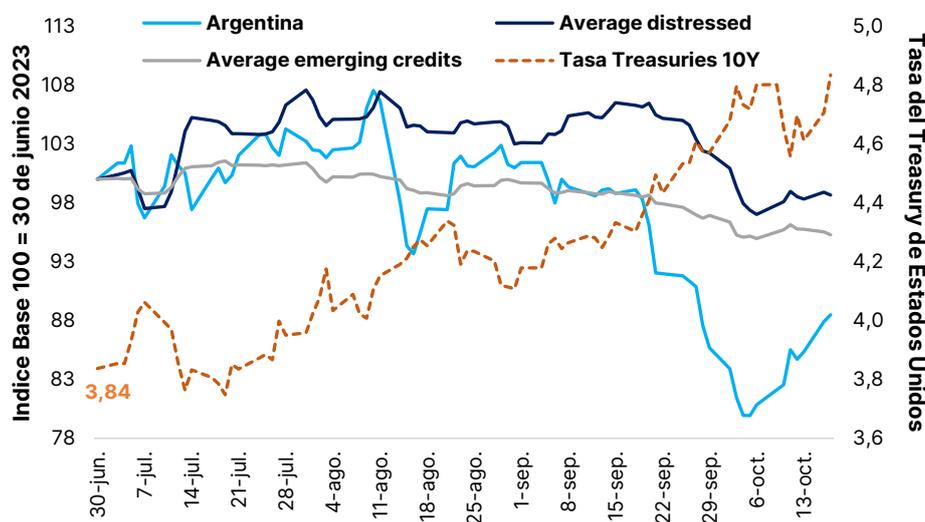
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**La deuda en dólares en dirección opuesta al universo emergente**

**A contramano de los descensos en la deuda emergente, los Globales extendieron su rally ayer al tiempo que la tasa de los *Treasuries* norteamericanos a 10 años trepó casi 13bps.** Así, el precio promedio ponderado quedó en US\$28,6, lo que representó un incremento de 1,2% con

respecto a la última jornada. Detallando los avances en la curva, el GD41 encabezó los avances haciéndolo en 2,1%. Justo por detrás se ubicó el GD38 que hizo lo propio en 1,6% y luego el GD35 quedó a mitad de tabla agregando 1%. Por último, el GD46 creció 0,7% y los títulos más cortos de la curva, el GD30 y el GD29 incrementaron 0,6% ambos. **Cabe mencionar que el resto del universo emergente respondió**, como es de esperarse en instrumentos volátiles, **adversamente al fuerte incremento de la tasa más larga de la renta fija norteamericana**. En este sentido, créditos emergentes como Perú, Turquía y Filipinas descendieron entre 0,4/0,6%. Por otro lado, títulos de deuda *distressed*, más similares a los bonos argentinos se deslizaron entre hasta 2,2%. A modo de ilustración bonos como Ghana, Nigeria y Gabón cayeron 2,2%, 1,1% y 0,8% respectivamente. Mencionado lo anterior, el factor idiosincrático impulsa la renta fija en dólares local. **Lo curioso es que la incertidumbre política y la inestabilidad económica reinante a tan solo tres ruedas de las elecciones generales no son drivers que expliquen el rebote exhibido por los Globales estas últimas jornadas**. ¿Será que el mercado está adjudicándole mayor probabilidad a un ballottage Milei/Bullrich?

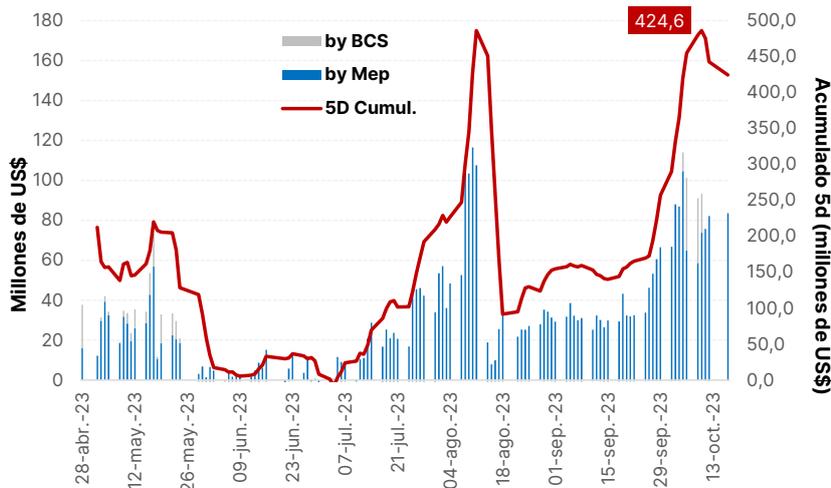
### Evolución emergentes, *distressed* y GD30 contra Treasuries 10Y



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

Por otro lado, continuando con lo sucedido en el mercado de renta fija, **estimamos que el Banco Central se desprendió de US\$83,1 millones en la última rueda para la posterior compra de títulos con el objetivo de contener los dólares financieros a tan solo tres ruedas de las elecciones generales**. El ritmo de intervención observado ayer es muy similar al que vimos el último día hábil de la semana pasada, aunque el CCL Senebi (o libre) subió hasta \$985 (+3,1%). Así las cosas, el acumulado de las últimas cinco ruedas se ubica en los US\$424,6 millones. A simple vista, la tónica de intervención permanece por debajo del pico de intervención del 10 de octubre donde el acumulado de cinco días se posicionó en US\$486,2 millones (similar al máximo anterior pre-PASO). Sin embargo, la desaceleración no es tan contundente. **Hay que tener en cuenta que esto sucede en un contexto donde se implementaron diversas normativas para obstaculizar la operatoria de dólares financieros**.

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



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

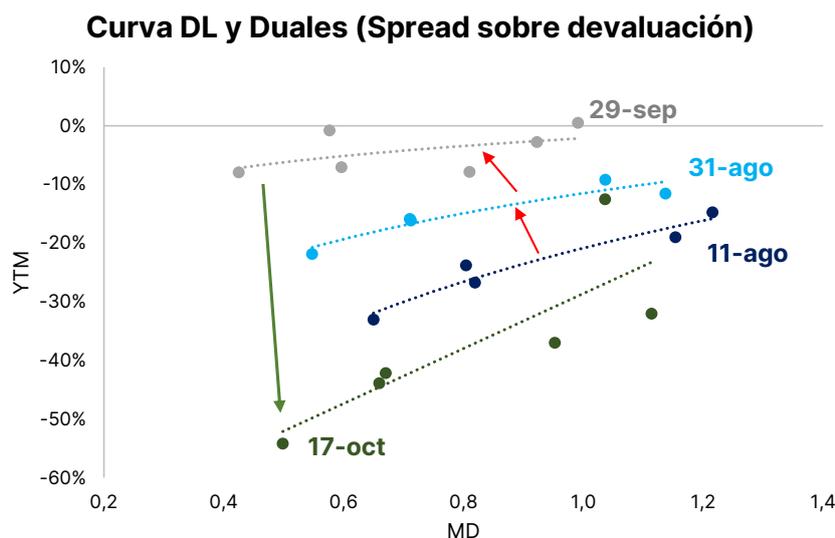
**Sigue firme la demanda por instrumentos Dollar Linked**

**A falta de solamente tres ruedas para las elecciones generales, las inversiones en pesos siguen mayormente volcadas en activos Dollar Linked (DL).** Tal como comentamos la semana pasada, continuó la rotación de carteras desde instrumentos ajustables por CER y Fondos Comunes de Inversión (FCI) Money Market hacia instrumentos DL y Duales. Esta tendencia se aceleró a fines de la semana pasada y en la jornada de ayer. En este sentido, la elevada brecha cambiaria y el aumento de las expectativas de devaluación en los mercados de futuros, dejan entrever que un ajuste del tipo de cambio oficial sería ineludible, llevando a los inversores a buscar cobertura. Así, en las últimas cinco ruedas, los FCI-DL recibieron flujos netos positivos por \$279.569 millones, lo cual contrasta con los rescates netos desde FCIs Money Market (-\$491.058 millones), Fondos T+1 (-\$80.948 millones) y FCIs-CER (-\$68.335 millones).

**Flujos Netos hacia FCIs**

Flujo Diario (neto, en \$M)						
	Industria	T+0	RF T+1 \$	DL	CER	Otros
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
Oct-11	6.184	-69.647	-19.389	69.202	-5.343	31.361
Oct-12	302.441	157.737	1.943	90.444	-5.207	57.524
Oct-17	-106.645	-148.556	-24.670	60.464	-17.589	23.706
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	47.227	-131.237	-142.186	320.815	-137.174	137.008
Flujo Acumulado Anual (neto, en \$M)						
2022	869.831	918.293	20.853	2.923	-91.469	19.122
2023	3.070.720	2.161.951	-166.411	622.679	-229.998	682.498

El interés por estos instrumentos llevó a que los rendimientos de los títulos DL y Duales se encuentren considerablemente por debajo de los observados el viernes previo a las PASO, otro momento de elevada demanda por cobertura. Al cierre de ayer, los rendimientos de los títulos ajustables por tipo de cambio oficial rondaban entre devaluación -32%/-55% dependiendo del plazo. Estas cifras se encuentran considerablemente por debajo de lo observado el día antes de las primarias (devaluación -15%/-33%). El interés por estos instrumentos fue tal en las últimas jornadas, que algunos fondos DL no aceptan nuevas suscripciones, permitiendo únicamente rescatar fondos ya invertidos.



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

De esta manera, a pesar de que la percepción de riesgo en torno a la deuda en pesos va en aumento, y que la cobertura que ofrecieron luego de la devaluación del dólar oficial en agosto fue parcial, los instrumentos ajustables por tipo de cambio continúan siendo una opción valiosa para algunos inversores. **En este sentido, 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.** Siempre aclaramos que estos títulos no deben considerarse un "seguro". A diferencia de estos últimos, los bonos poseen riesgo duration o precio, lo cual implica que no repliquen perfectamente el movimiento del tipo de cambio oficial en algunos momentos. Esto quedó a la luz después de la devaluación post-PASO, donde el A3500 trepó ese día 22% y los DL/Duales soberanos bajaron entre 5/10% en pesos. Sin embargo, si el tenedor mantiene su posición a *finish* (a vencimiento), el instrumento percibirá ese movimiento de todas formas.

**Por su parte, los fondos T+1 y CER continuaron exhibiendo salidas netas en lo que va de la semana.** La deuda ajustable por CER no logra recuperarse y el *sell-off* observado en septiembre se extendió a las primeras semanas de octubre. En este sentido, la jornada de ayer fue nuevamente negativa para estos títulos, registrándose caídas diarias entre -0,6%/-5,1%, sin una distinción clara entre de *duration* de los títulos, siendo una merma generalizada a lo largo de la curva. Otro síntoma de que los inversores continúan rechazando instrumentos atados a la evolución del peso y buscan cobertura contra una posible devaluación, a pesar de su costo.

### Un nuevo riesgo para los bancos

Los saltos devaluatorios significan un riesgo para los bancos argentinos. No nos referimos a la sostenibilidad del sistema financiero. Lo decimos en términos de sus valuaciones. Como venimos

anunciando desde hace tiempo, **toda empresa cuyo negocio se encuentre atado al peso como moneda, corre el riesgo de que sus flujos se vean disminuidos rápidamente**. Una devaluación, como la registrada en agosto tras las PASO, generaría que sus ingresos en dólares caigan de la noche a la mañana. Así, siendo que las valuaciones de las compañías equivalen a la suma de sus flujos futuros descontados al día vigente, si las entradas caen, también lo hará su valor presente.

**Este es precisamente el caso de los bancos. Su negocio depende primordialmente de préstamos otorgados en pesos e instrumentos en cartera emitidos por el sector público** (en su mayor parte Leliq y letras del Tesoro). Desde la salida de la convertibilidad que los préstamos en moneda dura han sido fuertemente limitados, únicamente otorgables a aquellas personas físicas o jurídicas cuyos ingresos sean en moneda extranjera. Adicionalmente, desde las PASO 2019, los bancos han disminuido sus préstamos en dólares por los excesivos retiros registrados tras la victoria de Alberto Fernández en dichas elecciones. Priorizan la liquidez para poder afrontar una ola de retiros por sobre mejorar sus ingresos, una elección moralmente correcta desde la perspectiva del depositante.

Hoy en día, con una brecha entre los dólares financieros y el tipo de cambio oficial que ronda el 180%, **una devaluación post elecciones de octubre o quizás noviembre** (dependiendo del resultado probablemente) **está prácticamente garantizada**. Si será efectiva o si llevará a una espiralización de la inflación por falta de un ancla fiscal es parte de otro debate. Lo que acá nos importa es cómo impactaría ello en el negocio. Como ya dejamos saber, no será positivamente.

Sin embargo, **hoy surge una preocupación adicional para los bancos**. Según detectamos a partir de los movimientos del MULC tras la devaluación del lunes 14 de agosto, el BCRA logró comprar cientos de millones de dólares en reservas aun cuando el agro no liquidaba. Nuestra teoría en ese entonces fue que los bancos estuvieron vendiendo parte de sus tenencias para hacerse de pesos. Los posteriores comentarios del actual ministro de economía mediante los cuales aseguraba mantener el tipo de cambio fijado en \$350 hasta octubre (algunas personas de su equipo extendieron el plazo a noviembre), apoyaban la teoría que los bancos tomaron posiciones short para generar tasa. En criollo, **creemos que vendieron dólares en el MULC de su posición de contado para utilizar los pesos para ganar intereses mediante Pases con el BCRA**. Sin lugar a duda, la idea era recomprar los dólares previo a las elecciones para cubrirse.

La sorpresa se la llevaron a partir de **una nueva norma de la máxima entidad bancaria argentina, que estableció que los bancos no podrán incrementar su posición de contado de moneda extranjera respecto de su nivel al cierre del jueves**. La intención es clara. Contener el drenaje de reservas en el MULC. Las consecuencias también lo son. Algunos bancos llegarán a las elecciones sin la cobertura del 100% de sus depósitos, pues la única forma en la que se les permite cubrir su posición de contado es mediante Lediv, bonos soberanos hard dollar y bonos soberanos dollar-linked. Alternativamente, podrán cubrirse con futuros, aunque ello contabiliza para la posición global neta y no en la de contado.

En principio, **esto no significa un riesgo directo en términos de valuación**, pues algunos de estos instrumentos, como las Lediv, son coberturas perfectas del dólar. En este sentido, patrimonialmente los bancos no deberían verse perjudicados inicialmente. No obstante, la situación presenta un nivel adicional de riesgo, dado que no se trata de dólares genuinos, sino de instrumentos en pesos. Por ende, **ante una potencial espiralización de la inflación, y el riesgo de que los contratos indexados se rompan** (como ha sucedido en el pasado en tales contextos), **sí podría haber consecuencias**. Aunque los montos no sean lo suficientemente grandes para significar un riesgo sistémico por falta de dólares (los porcentajes de cobertura se mantendrían

en niveles muy elevados), sí **podrían generar un descalce entre los movimientos de los activos y los pasivos, disminuyendo el patrimonio de las entidades, y por ende sus valuaciones**. Este es otro motivo para ser cautos con el sector, el cual subponderamos por su elevada exposición al sector público y turbulentas perspectivas de corto/mediano plazo.

### Nuestra cartera recomendada



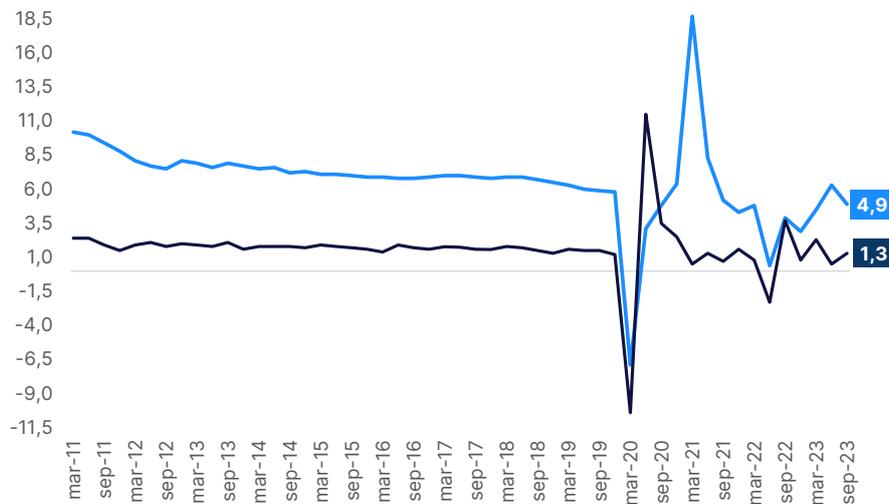
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### El crecimiento del PIB en China supera las expectativas

La actividad económica mostró signos de estabilización en las últimas semanas a medida que los estímulos del gobierno empezaron a surgir efecto. En este sentido, la actividad en las fábricas se recuperó gradualmente, la caída de las exportaciones se desaceleró y el consumo de los hogares parece estar recuperándose. Esto alimenta la esperanza de que China pueda alcanzar su objetivo de crecimiento establecido por las autoridades de alrededor del 5% para el año. En esta línea, el **Producto Bruto Interno (PIB) aumentó 4,9% en el periodo que va desde julio a septiembre con respecto al año anterior**, el resultado se ubicó por encima de las proyecciones de los analistas que estimaban un crecimiento del 4,5% y desacelerándose con respecto al trimestre anterior (6,3%). En el margen, **la variación trimestral se situó en 1,3%, superando lo esperado por el mercado (0,9%) y acelerándose con respecto al segundo trimestre del año**. La economía de china ganó impulso en el último trimestre gracias al aumento del gasto en una amplia gama de productos que van desde restaurantes y bebidas alcohólicas hasta automóviles, lo cual ayudó a compensar el efecto negativo de la merma en la actividad inmobiliaria.

Además, se dieron a conocer datos sobre la actividad manufacturera del mes de septiembre. De esta forma, **la producción industrial creció 4,5% el mes pasado, superando ligeramente las previsiones de los analistas del 4,4% y manteniéndose en línea con el resultado de agosto**. Por otro lado, las ventas al por menor registraron un crecimiento del 5,5% en septiembre, superando las expectativas del 4,9% y acelerándose en comparación con el 4,6% del mes anterior. A pesar de que la actividad económica muestra signos de recuperación, la preocupación por la situación en el sector inmobiliario persiste. **La inversión en propiedades disminuyó un 9,1% anualizado en lo que va del año, lo cual fue peor de lo esperado (-8,9%) y empeorando en comparación con agosto (-8,8%)**. De esta manera, a pesar de las buenas noticias en cuanto al nivel de actividad general, el sector de la vivienda continúa siendo un problema significativo para la economía asiática.

**Evolución del PIB en China**  
(En %)



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

**En este contexto, los futuros de los principales índices bursátiles comienzan el miércoles a la baja.** El Nasdaq es el que más sufre percibiendo un descenso del 0,66% en lo que va del día, seguido por el S&P y el Dow Jones que caen 0,49% y 0,26%, respectivamente. En lo que al oro respecta, el DXY se incrementa 1,35% hacia la zona de US\$1.949. ¿Qué sucede con los bonos? **La tasa a 10 años vuelve a tocar máximos desde 2007**, suma 2pbs desde ayer y posa en 4,85%. En paralelo el tramo corto (tasa de referencia a 2 años), recorta un punto básico hasta 5,20%. De esta manera, el spread entre la tasa de 2 y 10 años se sitúa 34,14pbs. Finalmente, los precios del crudo abren al alza. Por un lado, el WTI asciende 1,70% hacia la zona de los US\$88,12 por barril, mientras el Brent cotiza en US\$91,43 aumentando 1,65% desde el cierre de ayer.

## 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.