

01 de diciembre de 2023

Daily Mercados

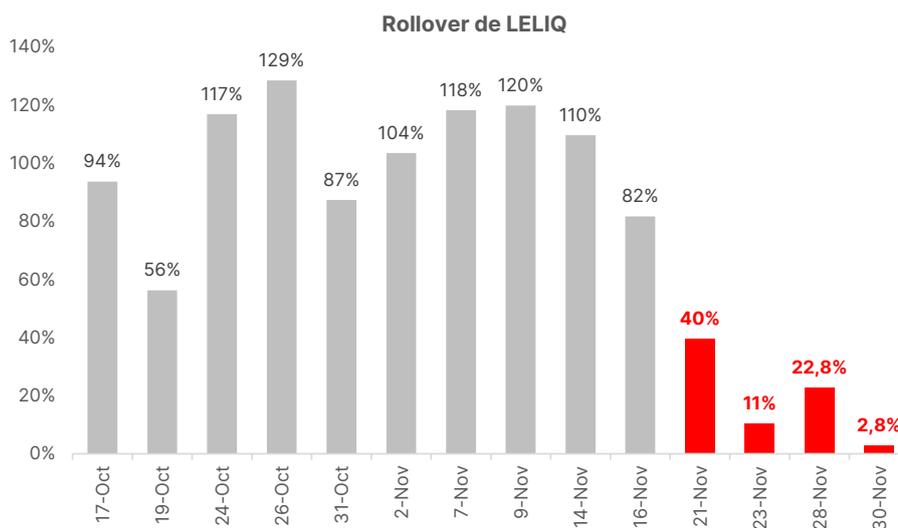
ppi

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

Del “problema de las LELIQs” al “problema de las LELIQs y pases”

A cinco ruedas de asumir la presidencia, las declaraciones de Milei sobre el “problema de las LELIQs” siguen incentivando a los bancos a ser cautelosos y acortar *maturity* de su activo en un contexto donde faltan definiciones sobre cómo se resolverá esta cuestión que para el mandatorio es condición *sine qua non* para salir del Cepo. Yendo a la licitación de LELIQ de ayer, **vencían \$2,05 billones y sólo se renovaron \$56.788 millones de valor nominal o \$51.530 millones de valor efectivo**. Es decir, **la tasa de rollover fue de apenas 2,8%, la más baja registrada desde el debut del instrumento en enero 2018**. Esta mala performance se une a las tres licitaciones anteriores y posteriores al ballottage, en las cuales se renovaron 40% de los vencimientos el 21/11, 11% el 23/11 y casi 23% este martes. Al igual que ocurrió en las licitaciones anteriores, **no esperamos que haya una expansión de base monetaria de \$2 billones (lo no renovado), sino que sea absorbido con Pases Pasivos a un día**. Poniéndolo en números, el 21/11 el stock de LELIQ recortó \$1,63 billones, mientras que el de pases sumó \$2,21 billones, el 23/11 LELIQ cayó \$1,63 billones y pases subió \$1,58 billones, y el 27/11 LELIQ se hundió \$1,99 billones y pases trepó \$2,39 billones. **En caso de que el dinero no haya sido colocado en pases, se habría colocado en la cuenta corriente en el BCRA para cumplir con los requisitos de efectivo mínimo en el último día del mes.**

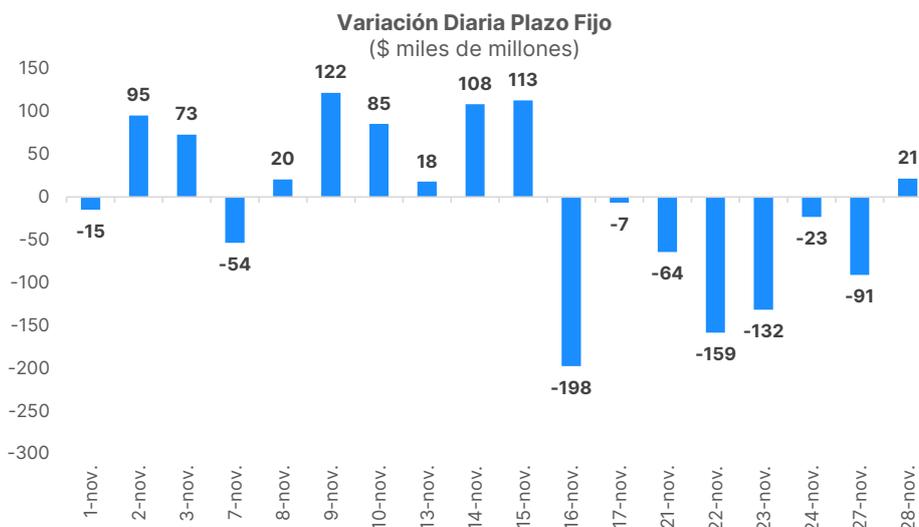
Rollover de LELIQ en mínimos históricos



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

Destacamos que **el cambio en el activo de las entidades financieras es más precautorio que generado por una fuerte tensión en los depositantes**. En este sentido, **el stock de plazo fijo privado cortó su salida** el 28/11 (último dato oficial disponible) con una entrada de \$21.378 millones. En consecuencia, **acumula una caída de sólo \$448.259 millones desde la segunda vuelta en contraposición con un desplome de \$4,45 billones en LELIQ al 28/11**. Si sumamos la licitación de ayer, esta cifra trepa a \$6,45 billones, lo que deja en evidencia que los bancos están teniendo un movimiento más que precautorio ante una salida de depósitos que está contenida y está lejos de ser de una magnitud similar. Para tomar dimensión, el desarme de plazo fijo privado es equivalente a sólo 10% de lo que no fue renovado de LELIQ al 28/11.

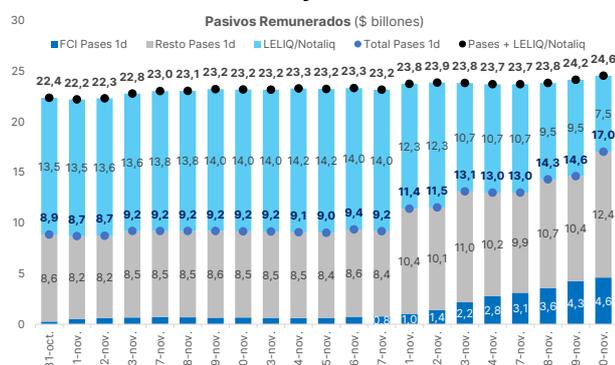
Se cortó la salida de plazo fijo



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

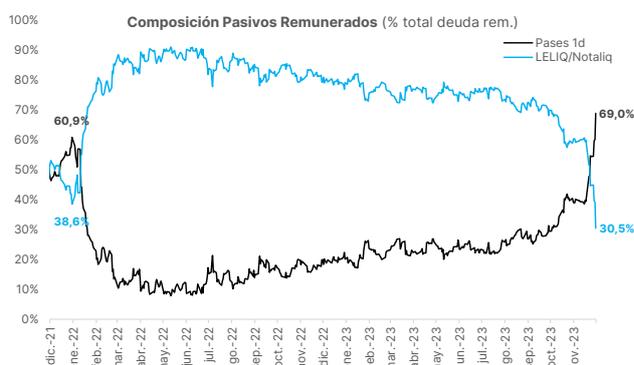
En paralelo a lo que sucede en la composición del activo de las entidades financieras, **los bancos continúan achicando hoja de balance** (reducen activo y pasivo), por lo que no están aceptando nuevos pesos de los fondos comunes para colocarlos en cuentas remuneradas, un fenómeno que viene ocurriendo desde el ballottage. **Los pases de los FCI con el BCRA** escalaron \$0,65 billones el 29/11 (último dato disponible), la segunda suba más voluminosa desde la segunda vuelta. Así las cosas, este stock **se disparó a un récord de \$4,25 billones, escalando \$3,47 billones desde \$0,78 billones el 17/11**. Con estos movimientos, ¿cómo queda el stock de pasivos remunerados del BCRA? Estimamos que al 30/11, el stock de pases totales habría crecido a cerca de \$17 billones (\$4,6 billones de FCI y \$12,4 billones el resto), mientras que el stock de LELIQ/Notaliq se habría contraído a \$7,5 billones. De esta manera, **los pases representarían un récord histórico de 69% de los pasivos remunerados del BCRA** (incluye LEMIN, LEBAC, NOBAC, etc.), superando al anterior pico de 60,9% alcanzado a fines de diciembre de 2021. En tanto, **las LELIQ/Notaliq serían apenas 30,5% del stock**, quedando por debajo de su mínimo anterior de 38,6%.

Bancos acortan *maturity* del activo y achican hoja de balance



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

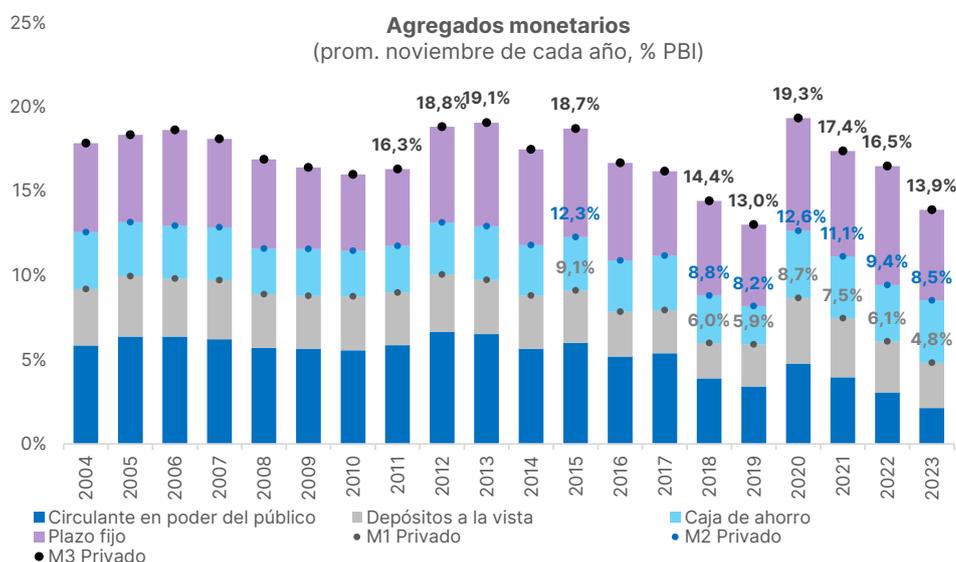
Pases en récord histórico



Con estos números, podría decirse que el “problema de las LELIQs” ahora se convirtió en un “problema de LELIQs y pases”. En nuestra opinión, **no existe tal problema mientras que no haya una salida masiva de los depósitos en pesos**. Con una inflación que está corriendo de mínima a 333% anualizado (13% mensual), **las tasas tanto de los pases (TEA de 251,8%) como de las**

LELIQs (TEA de 254,8%) son muy negativas en términos reales, por lo que los pasivos remunerados del BCRA se están licuando. El problema real sería que se dé **un desarme fuerte de plazo fijo hacia caja de ahorro y cuenta corriente**, lo que permitiría que **la velocidad de circulación del dinero pueda acelerar** (el dinero adquiere mayor rotación) **y, por ende, dispararse la inflación**. Que Milei haya titulado como condición excluyente para salir del Cepo resolver el “problema” de los pasivos remunerados podría deberse a que lo ve como un disparador para un desarme masivo de depósitos en pesos que provoque un abrupto *overshooting* del tipo de cambio y, en consecuencia, una fuerte aceleración inflacionaria. Sin embargo, creemos que con un programa con ancla fiscal y la perspectiva de emisión cero en 2024, la demanda de dinero tiene más para recuperar que para seguir cayendo, lo que implica decir que el overshooting del dólar libre (y unificado) es evitable.. Vale recordar que la mitad de los depósitos a plazo son de personas jurídicas, es decir, es el capital de trabajo de las empresas.

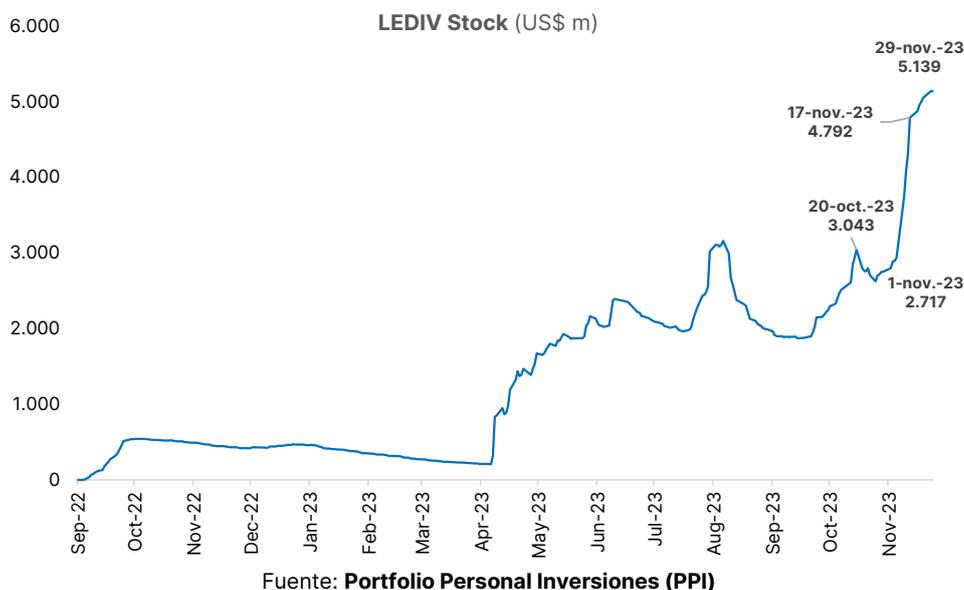
Con programa, los saldos reales tienen más espacio para crecer



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

Por último, el Banco Central [comunicó](#) ayer por la tarde que **no se podrán suscribir más LEDIVs y, a su vez, dispuso que las entidades financieras no están obligadas a ofrecer nuevas cuentas remuneradas *dollar linked*** (contracara de las LEDIVs). Por lo tanto, **la herencia de LEDIVs que le queda al próximo gobierno es de US\$5.139 millones**. Este monto es más que relevante y complejiza la salida rápida de los controles cambiarios, ya que **tiene una emisión potencial de casi \$4 billones o 1,4% del PBI si se convalida un dólar oficial a \$780**, en línea con el futuro de diciembre y si los tenedores de LEDIV rescatan las mismas, ante la perspectiva de que fue “la última” devaluación.

No permiten más suscripciones a LEDIV

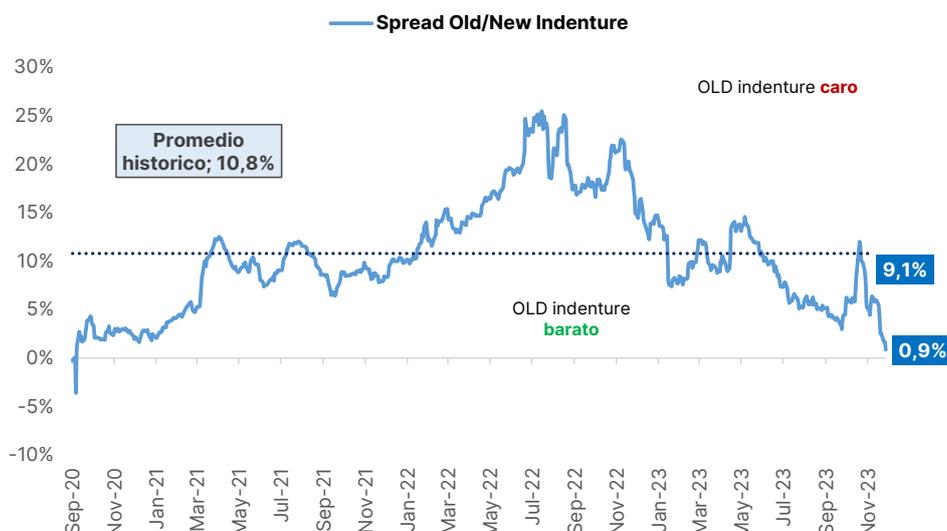


Los Globales tuvieron el mejor mes desde su restructuración

Noviembre fue increíble para la deuda soberana en dólares argentina. **Tanto es así que exhibió incrementos de entre 22% y 35,4% a lo largo de toda la curva culminando como el mejor mes desde su restructuración.** Ampliando este punto, los títulos que encabezaron la escalada fueron los *new indenture*, (GD30, GD29, GD35 y GD46) que poseen cláusulas menos robustas en un escenario de restructuración. En particular el GD30 aumento 35,4% en el mes, el GD29 hizo lo propio en 33,7%, lo siguió el GD35 con 31,2% y finalmente el GD46 se disparó 31,9%. Cabe mencionar que los títulos *old indenture* (GD38 y GD41), con cláusulas más robustas, es decir, aquellos que tienen Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) más favorables para los bonistas en caso de reestructuración, fueron los que desentonaron en el margen al avanzar 22% y 25,1%, respectivamente.

De esta forma, **el desempeño relativo de los bonos muestra el sentimiento optimista con respecto a la deuda argentina por parte de los inversores prefiriendo títulos considerados menos defensivos.** Incluso, vale la pena destacar que la crecida exponencial fue más marcada en el GD30 y en el GD29, bonos de menor *duration*, lo que podría explicarse por los dichos del presidente electo, Javier Milei, **al enfatizar en honrar los compromisos por venir.** El punto que expusimos anteriormente podemos ilustrarlo con el spread *old/new indenture*. Como se muestra en el gráfico, a principios de noviembre los inversores mostraban preferencia por estrategias más defensivas, estando dispuestos a pagar un spread de 9,1%, cercano al promedio histórico de los *old indenture*, que es del 10,8%. En cambio, finalizado el mes esto cambia radicalmente y el spread se ubica apenas en los 0,9%, zona donde los *old indenture* son relativamente más baratos que los *new*, reflejando la preferencia por estos últimos.

Spread Old/New Indenture



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

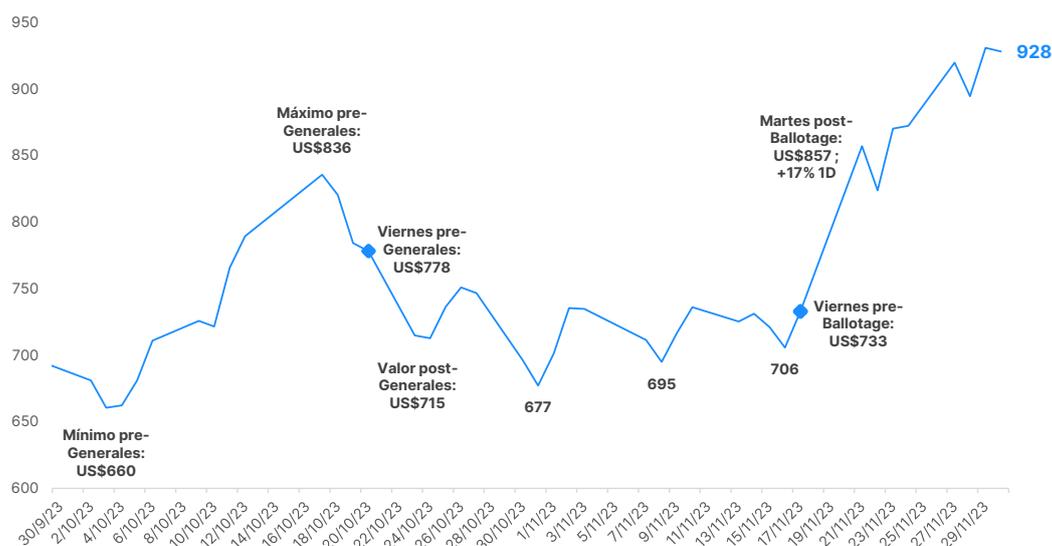
A su vez, **es importante destacar que el sólido incremento de este mes se explica, en mayor medida, luego de conocerse el resultado del ballottage.** En este sentido, desde inicios de noviembre hasta el evento electoral, el precio promedio por *outstanding* había incrementado 8,4%. Luego de la segunda vuelta hasta culminado el mes, el precio promedio ponderado se catapultó 19,2%. Como mencionamos en distintas oportunidades, dicho rally comienza luego de que el Presidente electo se mostrara más moderado al asumir, formalizando la coalición con JxC y mostrando un discurso agresivo desde lo fiscal. En este sentido, en estas semanas Milei aseguró que se cumplirán los compromisos asumidos como mencionamos más arriba, que buscará solucionar los problemas del BCRA, y de que no hay lugar para medidas gradualistas. A su vez, no hubo muchas menciones públicas sobre el plan de dolarización. Estas menciones dejan entrever una intención de “mantener”, al menos, por un tiempo más prolongado del que se pensaba antes, la moneda local. Por otro lado, incorporo a su gabinete profesionales con una larga carrera política lo que le da más sólides al partido. Hasta el momento, entre los principales funcionarios se encuentra, Luis Caputo para el Ministerio de Economía, Patricia Bullrich para el Ministerio de Seguridad, Ministerio del interior para Guillermo Francos, Relaciones Exteriores será liderado por Diana Mondino, la Secretaría de Energía la dirigirá Eduardo Rodríguez Chirillo, Osvaldo Giordano hará lo propio en ANSES, entre otros.

Un noviembre épico para el Merval

Cerró el anteúltimo mes del año, y no decepcionó. Luego de las elecciones generales, en las que Sergio Massa se erigió como el favorito a tomar la presidencia, el índice tuvo un techo muy marcado. No podía superar los US\$750 e incluso, con relativa frecuencia, rompía con el piso de los US\$700. Sufrió particularmente cada vez que el oficialismo parecía tomar mayor protagonismo en la recta final. **Así se mantuvo la dinámica hasta que Javier Milei dio el último batacazo, ganando la carrera presidencial.** No podemos negar que el haberse mostrado más centrado, más sereno, más abierto al diálogo y menos radical en sus medidas, ayudaron a que se transformara en el candidato favorito del mercado. Su unión con algunos integrantes del Pro, como Patricia Bullrich y Mauricio Macri, le dieron templanza a su candidatura. Además, permitieron que las dudas sobre su potencial gobernabilidad dejen de ser tema de conversación. En este sentido, ya con la noticia de la victoria, el salto del índice fue bestial. El optimismo del mercado, que parecía haberse perdido tras las PASO, cuando el esperado favoritismo por Juntos por el Cambio no se materializó, regresó. **En apenas una jornada sumó 17% para regresar al terreno de los US\$800, y desde**

entonces no paró. En el total de ocho ruedas tras la victoria, el índice creció US\$195 o 26,6%, y hasta marcó niveles que no había alcanzado desde previo a las PASO del 2019. De esta manera, **el mes cerró con una alucinante ganancia de 37,1% al culminar en US\$928.** Aun así, debemos subrayar que el rally no solo tuvo que ver con la victoria del presidente electo. La realidad es que los movimientos posteriores del libertario conformaron un tsunami de señales positivas para el mercado. El viaje a Estados Unidos, las exitosas reuniones con diferentes referentes del gobierno de Biden y la directora del FMI, los nombramientos para puestos de relevancia como Luis "Toto" Caputo (Ministerio de Economía), Eduardo Rodríguez Chirillo (Secretaría de Energía), Horacio Marín (presidente de YPF). Todos estos movimientos fueron muy bien recibidos por el mercado.

El Merval recuperó el optimismo en noviembre



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

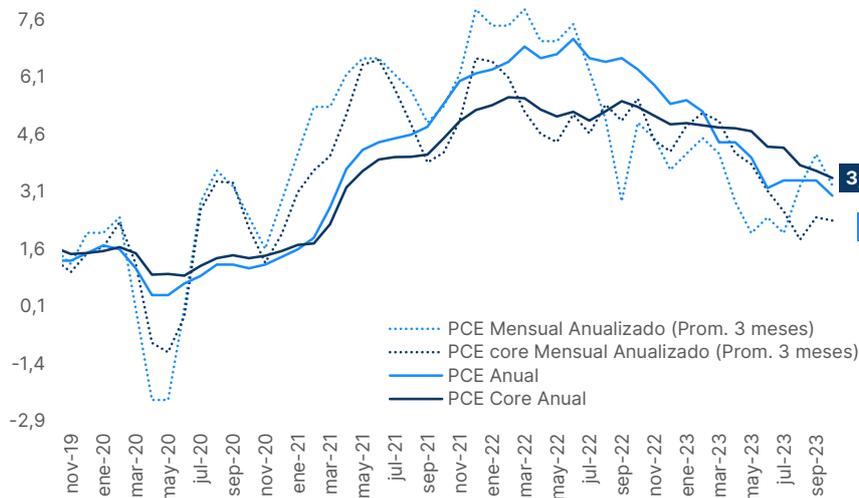
Dirigiéndonos a las variaciones individuales del mes, dados los movimientos del dólar, los ADRs se vuelven lo más representativo del humor de noviembre. En este sentido, **no hubo papeles en rojo, y el rendimiento promedio se ubicó en un impresionante 41,1% en dólares.** Los mayores impulsores de este número fueron SUPV, que voló 91,1%, TEO, que saltó 67,9%, e YPF, que beneficiado por las perspectivas de una futura privatización se apreció 67,2%. Luego se ubicaron EDN (+59,5%) y las entidades financieras BMA (+54,6%) y GGAL (+52,9%). IRS fue la última en recapitalizarse por más de 50% durante el onceavo mes del año.

La Inflación PCE se desacelera en octubre en línea con lo que espera la Fed

La medida preferida de inflación de la Reserva Federal volvió a caer en octubre. Reforzando la expectativa del mercado de que la Fed podría recortar la tasa durante la primera mitad del próximo año. En este sentido, **el PCE interanual se posó en 3% en octubre**, ligeramente por debajo del 3,1% esperado y desacelerándose en relación con el 3,4% de septiembre. Por su parte, **el índice no mostró variaciones con respecto al mes pasado (0% mensual)**, a pesar de que los analistas anticipaban un leve incremento del 0,1%. Esto representa una disminución respecto al dato de septiembre (0,4%), indicando una desaceleración en el alza de los precios. Analizando los diferentes segmentos, los precios de la energía cayeron un 2,6% en el mes, contribuyendo a mantener la inflación bajo control, incluso a pesar del aumento del 0,2% en los precios de los alimentos. En paralelo, **el deflactor del PCE subyacente registró un aumento anual del 3,5% en octubre** (igual al valor esperado por el mercado), y disminuyendo con respecto al mes anterior

(3,7%). Por su parte, **la variación mensual fue del 0,2%**, tal como esperaban los analistas y experimentando una disminución desde el 0,3% registrado en septiembre.

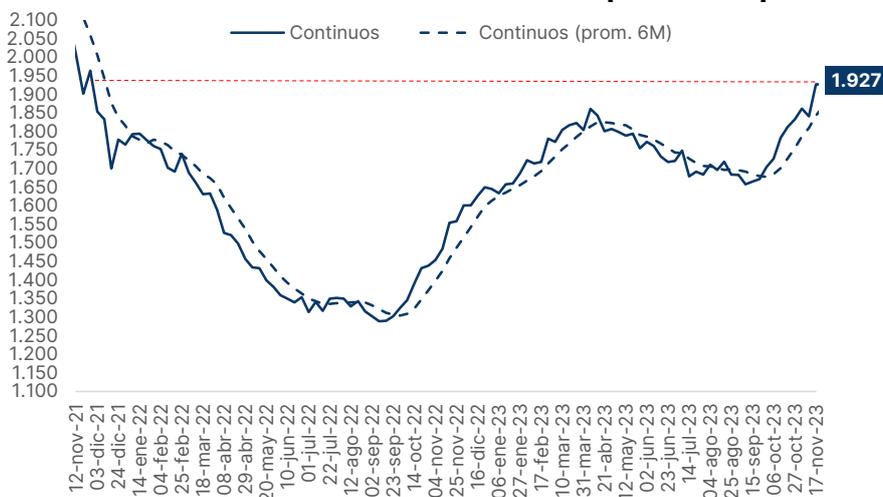
Evolución de la inflación PCE y Core PCE



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

De esta manera, los datos se alinean con las expectativas de la Fed. En este sentido, el mercado laboral muestra signos de enfriamiento, mientras que la inflación *core* exhibe una desaceleración en los últimos meses. Ayer se conocieron nuevos datos que confirman la tendencia observada en el mercado laboral. **Las solicitudes iniciales por desempleo para la semana que finalizó el 24 de noviembre se situaron en 218.000**, lo que estuvo en línea con las expectativas de los analistas y por encima del dato de la semana anterior (211.000). Luego, **los reclamos continuos por desempleo posaron en 1.927.000 en la semana que concluyó el 17 de noviembre, por encima de lo esperado (1.865.000)** y acelerándose con respecto a la semana anterior (1.841.000). De este modo, las solicitudes por desempleo alcanzan su punto más alto desde noviembre del 2021. **¿Cómo jugaron los datos sobre las expectativas?** El mercado ya venía descontado que la Reserva Federal no aumentaría la tasa de referencia en la reunión de diciembre de este año. No obstante, el lunes se esperaba que hubiera cuatro recortes en 2024, y ahora se empieza a considerar la posibilidad de que sean cinco, comenzando en marzo en lugar de mayo.

Evolución de los reclamos continuos por desempleo



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

En este contexto, hoy los rendimientos de los treasuries comienzan el viernes al alza. Tanto la tasa a 10 años (cotizando en 4,34%) como la tasa a 2 años (cotizando en 4,69%) ascienden en apenas un punto básico hoy. Como resultado, el spread entre la tasa de 2 y 10 años se ubica en torno a los -35,78pbs. En paralelo, **los futuros de los principales índices bursátiles amanecen con resultados mixtos.** Por un lado, el Nasdaq y el S&P 500 descienden 0,31% y 0,15%, respectivamente. Por el otro, el Dow Jones, el más defensivo de los 3, logra superar la barrera del cero sumando apenas 0,04%. En lo que a commodities respecta, **los precios del crudo amanecen pintados de verde.** El WTI asciende 0,11% en el día, tocando US\$76,01, a su vez que el Brent cotiza en torno a los US\$80,85 creciendo 0,03%.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Corporate Credit Team Leader

lcaldi@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

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.