

07 de diciembre de 2023

# Daily Mercados

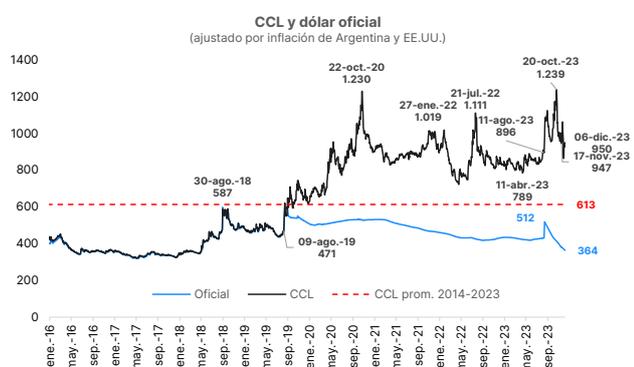
ppi

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

## ¿Cómo llega el dólar al cambio de mandato y qué le depara?

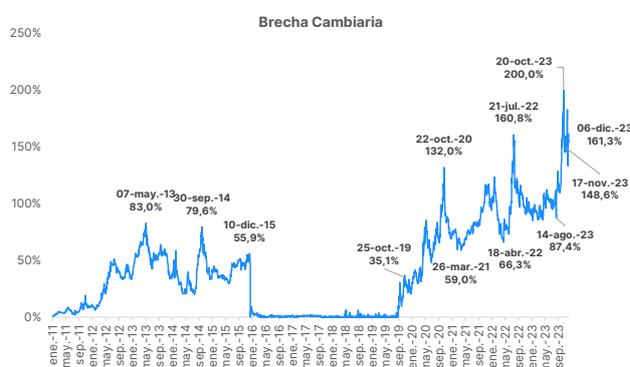
El CCL extendió su tendencia alcista en la anteúltima rueda antes del cambio de gobierno. **Ayer trepó 0,5% de \$945 a \$950, acumulando un avance de 13,1% desde el mínimo reciente de \$840 del 29/11.** De esta forma, el CCL se encamina a la asunción de Milei levemente por encima de su nivel pre ballottage de \$947 de hoy, aunque muy por debajo de su récord de \$1.239 de hoy en la antesala de los comicios generales (20/10) cuando el escenario base era la dolarización. Destacamos que el CCL promedio de los últimos diez años se ubica en \$613 de hoy, por lo que debería contraerse 35,5% en términos reales para alcanzar este guarismo. Así las cosas, **la brecha cambiaria finalizó en 161,3%, elevándose desde el mínimo reciente de 133,3%, pero comprimiendo significativamente desde el máximo histórico de 200%.** Queda en evidencia que semejante brecha cambiaria exige una devaluación.

### ¿Cómo llega el CCL al cambio de gobierno?



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

### La brecha cambiaria en 161% exige una devaluación inminente



En relación con el último punto mencionado, una parte menor del mercado comenzó a operar dólar *spot* con liquidación el lunes, la primera rueda de la gestión Milei, a un promedio de \$473 en MAE. Si bien el volumen operado fue de apenas US\$1,6 millones (en comparación con US\$303 millones a \$364 en T+0), lo que es un monto más anecdótico que relevante, indica que **una minoría espera que la corrección del tipo de cambio oficial sea inminente con la llegada del nuevo presidente.** Respecto al cierre de ayer, **esto implicaría un salto discreto del dólar oficial de alrededor de 30%, dejando una brecha cambiaria de 100,8% con el CCL a \$950.** Dado que el spread cambiario se mantendría en un nivel muy elevado y que Milei expresó su intención de eliminar los controles cambiarios, **no sería percibida como la "última" devaluación.** De esto se desprenden dos cuestiones relevantes. Por un lado, **los exportadores no tendrían incentivos para liquidar, por lo que el MULC quedaría desierto en un contexto que las reservas netas se ubican en un mínimo histórico de -US\$10.944 millones y las divisas disponibles en el BCRA son US\$398 millones** (considerando que el único pasivo exigible de corto plazo son los encajes de los depósitos en dólares por US\$8.910 millones). Es decir, no hay reservas para mantener el cepo por mucho más tiempo, siempre y cuando no haya un financiamiento relevante del exterior que funcione como "puente" hasta algún momento del primer semestre de 2024. Por otro lado, **los tenedores de LEDIV no las rescatarían ante la espera de la devaluación "definitiva" que lleve a la unificación cambiaria.** Cabe recordar que las LEDIV se comportan como un instrumento *dollar linked* + 0%, mientras que la curva DL/DUAL cerró ayer con rendimientos entre -89,5% (dual febrero 2024) y -72,1% (dual abril 2024). Si bien esto evitaría una fuerte emisión de dinero, que se sumaría a 1% del PBI para financiar el déficit primario de diciembre, **las LEDIV continuarían siendo un limitante para salir del cepo en el cortísimo plazo.** Un detalle no menor respecto a esta cuestión es que este instrumento tiene un vencimiento de 180 días desde su suscripción. Por ende, **si la unificación tiene lugar post 28/05/24** (fecha en que vencen las últimas LEDIV suscriptas el

30/11), **no habría un costo de emisión para el BCRA**, pero los bancos deberían asumir el “costo por devaluar”, ya que tendrían un pasivo *dollar linked* + 0% (cuentas remuneradas DL) que no está *matcheado* con un activo de igual calidad. Adicionalmente, destacamos que dado que el stock de LEDIV prácticamente se duplicó de US\$2.717 millones a principios de noviembre a US\$5.105 millones, si la unificación cambiaria es post 29/04/23 se podría disminuir el costo de emisión prácticamente a la mitad. Adjuntamos una tabla en donde analizamos cuánto sería la emisión potencial por LEDIV si hay un rescate total del stock ante distintos saltos cambiarios. Consideramos que si la brecha cambiaria es superior a 40% posiblemente no se materialice esta emisión ante la expectativa de una salida inminente del cepo, por lo que no habría incentivos para rescatar las cuentas remuneradas *dollar linked*. Sin embargo, si la brecha es menor a 40%, creemos que podría imprimirse parte de esta emisión potencial ante un rebalanceo de carteras (DL podría no ser la opción óptima).

### No hay reservas para mantener el Cepo

Balance del BCRA en US\$ al 06/12 (estimado)

Activos	21.168	Pasivos	32.112
Oro (i)	4.038	Swap chino	18.189
<b>Liquidez en divisas y treasuries (ii)</b>	<b>5.269</b>	<b>Encajes (iii)</b>	<b>8.910</b>
Yuanes remanentes 1° tramo	0	Instituciones Financieras	3.001
<b>Yuanes remanentes 2° tramo</b>	<b>5.145</b>	Repo SEDESA	1.859
Yuanes "activables"	6.716	Cheques en divisas	22
DEGs	0	Depósitos Gobierno	0
		Otras Obligaciones en US\$	132
		<b>Patrimonio Neto</b>	<b>-10.944</b>
<b>Stress Test (salida de depósitos en US\$ de 100%, (i) + (ii) - (iii))</b>			<b>398</b>

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

### ¿Cuánto podría ser la emisión potencial de LEDIV?

Salto discreto	TC oficial	Brecha	Emisión potencial por LEDIV*	
			\$ billones	% PBI
10%	400	133%	2,04	0,74%
20%	436	113%	2,23	0,81%
30%	473	97%	2,41	0,87%
40%	509	83%	2,60	0,94%
50%	545	71%	2,78	1,01%
60%	582	60%	2,97	1,08%
70%	618	50%	3,16	1,14%
80%	654	42%	3,34	1,21%
90%	691	35%	3,53	1,28%
100%	727	28%	3,71	1,35%
110%	763	22%	3,90	1,41%

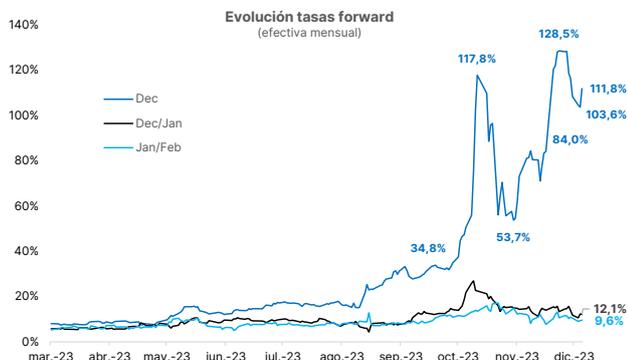
\* Asume que se rescata la totalidad del stock.

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

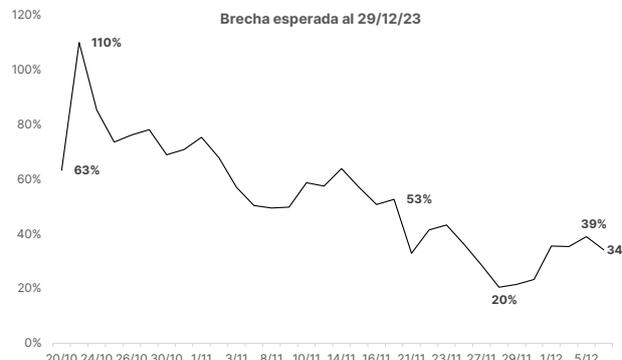
Mientras tanto, el mercado de futuros volvió a recalibrar al alza su expectativa de tipo de cambio para fin de diciembre y espera una devaluación mucho más brusca que la que se infiere a partir de lo negociado ayer en MAE. Yendo a los números, **la posición de diciembre escaló 4,2% de \$739 a \$770, implicando una suba directa de 111,8% en comparación con 103,6% el martes, aunque lejos del pico post ballottage de 128,5%**. Los \$770 del futuro de diciembre equivalen a \$708 de hoy traído a valor presente con la tasa de LELIQ. Considerando que el CCL finalizó en

\$950, el mercado de futuros opera con una brecha implícita de 34% para fin de diciembre, trepando desde un mínimo de 20% el 28/11. Por lo tanto, el consenso de mercado es una fuerte devaluación que no derivaría en una salida del cepo antes de fin de año.

**Se espera un salto discreto del oficial de 111,8%**



**El mercado de futuros opera con una brecha implícita de 34% para fin de 2023**



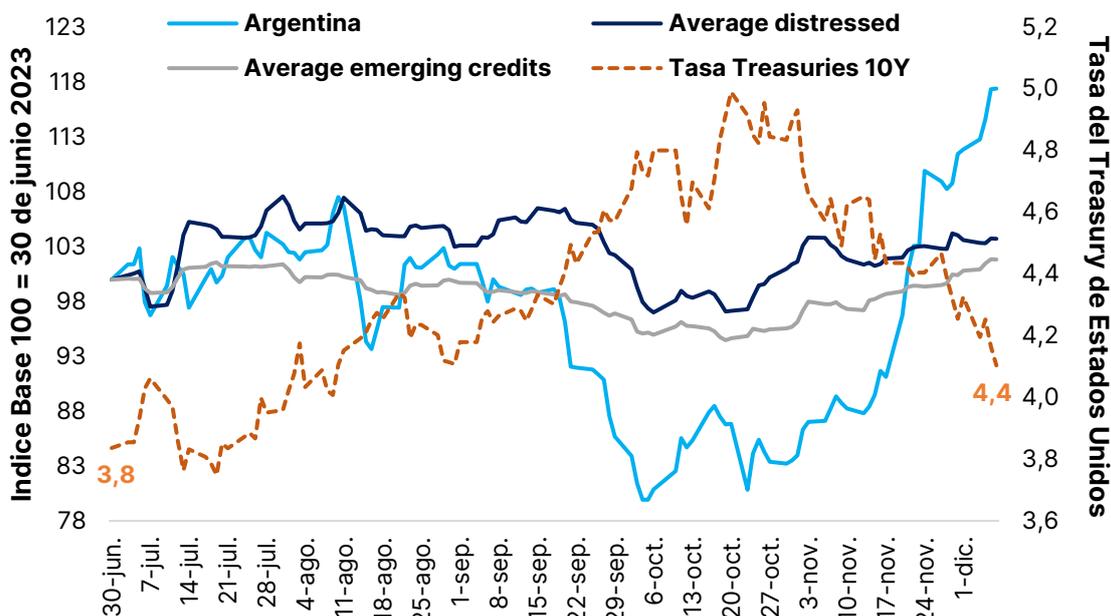
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**La deuda en dólares frena el rally en el premarket**

**Los Globales comienzan el último día hábil de la semana para los mercados argentinos** (viernes feriado local) **con leves retrocesos de hasta 0,2%**, a excepción del GD30 que tímidamente agrega 0,1%. Cabe señalar que esta performance contrasta con el desempeño que tuvieron ayer los bonos soberanos. En este sentido, **avanzaron a paso acelerado extendiendo los ascensos del martes lo que hizo que el precio promedio por outstanding se alzara 1,4% hacia los US\$36,15**. De esta forma, marcaron su sexta rueda de incrementos consecutivos. Esta vez, el rally fue encabezado por el título GD30 trepando 2,4% con gran margen respecto de sus pares. En este sentido, el GD35, GD38 y GD29 sumaron 1,3% los dos primeros y 1,2% el último. Siguiendo con los movimientos de la curva, los títulos GD46 y GD41 quedaron al final moderando los avances en 1,1% y 0,7% respectivamente.

**Este comportamiento se dio en un contexto donde el universo emergente tuvo una rueda favorable. Sin embargo, Argentina redobló la apuesta como lo hace desde mediados de noviembre.** Así, en una mirada general, el ETF EMB, compuesto de bonos emergentes agregó 0,6% a su cotización en la última rueda al tiempo que el precio promedio ponderado de los Globales, como señalamos, avanzó 1,4%. De hecho, mirando títulos de deuda *distressed* comparables con el GD30, Pakistán, Nigeria y Ghana avanzaron 0,7%, 0,5% y 0,2%, respectivamente, los cuales estuvieron muy por debajo de su par argentino (+2,4%).

A su vez, **si retrocedemos y miramos la performance del segmento *distressed* emergente en comparación con la deuda en dólares argentina podemos ver con más detalle el incremento notable de los Globales por sobre sus pares.** Si bien, la caída en la tasa de los *Treasuries* a 10 años es notoriamente pronunciada lo que permite un buen desempeño en los títulos emergentes las subas de la deuda en dólares local son exponencial. En este sentido, como se ve en el gráfico, desde el 13 de noviembre los Globales superan notablemente el desempeño de los créditos emergentes y *distressed*, en un contexto donde la tasa de los *Treasuries* largos recorta desde 4,64% hacia 4,1% (-54bps).

Evolución emergentes, *distressed* y GD30 contra Treasuries 10YFuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Más allá del contexto favorable, **el distinguido rally de la deuda en dólares argentina es atribuible a factores locales/idiosincráticos**. Ampliando este punto, dicho rally comienza luego de que el presidente electo se exhibiera con una tónica más moderada tras conocerse el resultado del ballottage, formalizando la coalición con JxC y mostrando un discurso agresivo desde lo fiscal dando señales legibles de que se buscará un fuerte ajuste de las cuentas públicas. Todos estos son factores a los que los bonos responden favorablemente ampliando sus cotizaciones a cifras que no vemos desde fines de noviembre desde el 2021.

**El Merval se mantiene en zona de máximos post-PASO 2019**

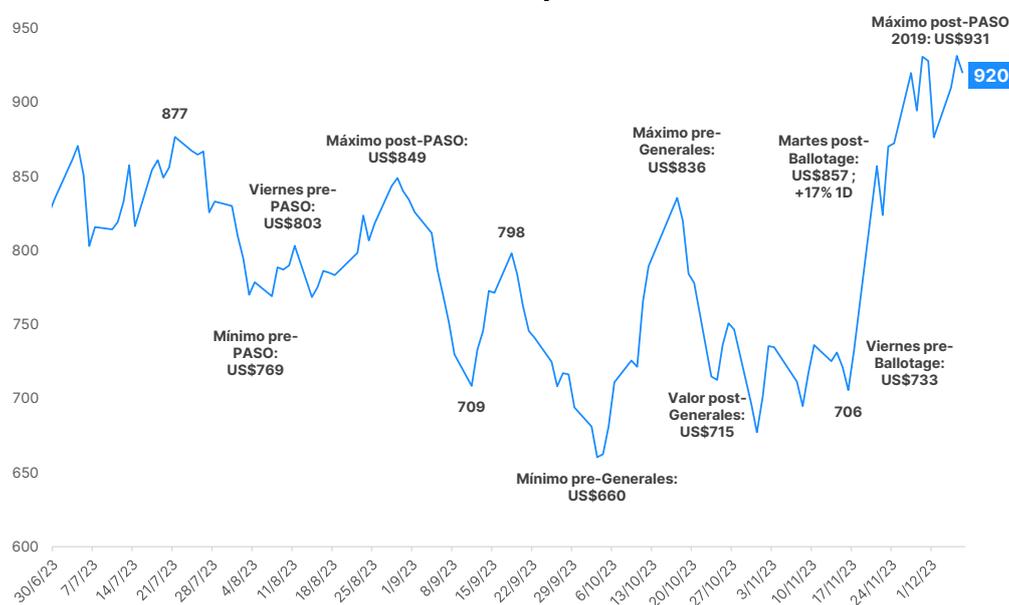
El principal índice bursátil argentino se mantiene en una zona privilegiada. **Los US\$900 parecen lentamente convertirse en una realidad sostenible**, y no tan solo un pico de optimismo. No hay dudas de que **uno de los mayores disparadores de este escenario fue haber descartado la continuación del oficialismo**. Tampoco hay dudas de que **Javier Milei logró convertirse en un haz de esperanza** desde ingresado al ballottage. Su postura más serena, menos radicalizada, y su llamado a convivir y cooperar con quienes él creía tener mayor afinidad dentro de Juntos por el Cambio, rápidamente lo transformaron en el favorito del mercado. Adicionalmente, tras alcanzada la victoria, mostró su lado más abierto, cumpliendo con su palabra de llamar a los que considerara más capacitados para cada puesto sin importar su partido de procedencia. Ello lo mostró como un candidato con mayor gobernabilidad, pues involucró a distintos partidos en su futuro gobierno, además de rodearlo de gente muy capacitada. **En definitiva, la situación del país se encamina a un cambio que podría ser sustancial, y el Merval pricea un nuevo equilibrio temporal más cerca de los mínimos de la era Macri.**

No nos parece disparatado que el Merval se mantenga en estos niveles, e incluso creemos que podría tener mayor recorrido al alza en el mediano plazo una vez superados los primeros meses, que no serán fáciles. En este sentido, **estamos alineados con el mercado, que se mantiene con una visión constructiva, pero sin entusiasmarse conociendo los escollos que el libertario deberá superar**. No olvidemos que los desafíos son enormes, tanto en cantidad como en riesgo,

e inminentes, por lo que seguramente haya turbulencia en los próximos meses. La situación económica puede complejizarse aún más antes de lograr rebotar, y eso tendrá implicancias en la calle, lo que generará mayores tensiones para llevar a cabo las reformas necesarias. **Veremos cual es el humor del mercado cuando atravesemos esos tiempos complejos** (si es que finalmente llegan), **y qué tan optimista se mantiene mientras el presidente electo intenta superarlos.**

Como sea, **el índice ayer culminó en US\$920**, que es el cuarto nivel más alto desde que las PASO del 2019 señalaron hacia una derrota de Mauricio Macri frente a Alberto Fernández en las generales. Este nivel representa un retroceso de 1,2% respecto del día previo. Gran parte del retroceso se debió al alza del dólar, que se mantiene muy volátil, y alcanzó los \$972 una vez más. El índice, como cobertura, no lo alcanzó, sumando apenas 1% (vs 2,3% de la divisa).

### El Merval en máximos post-PASO 2019

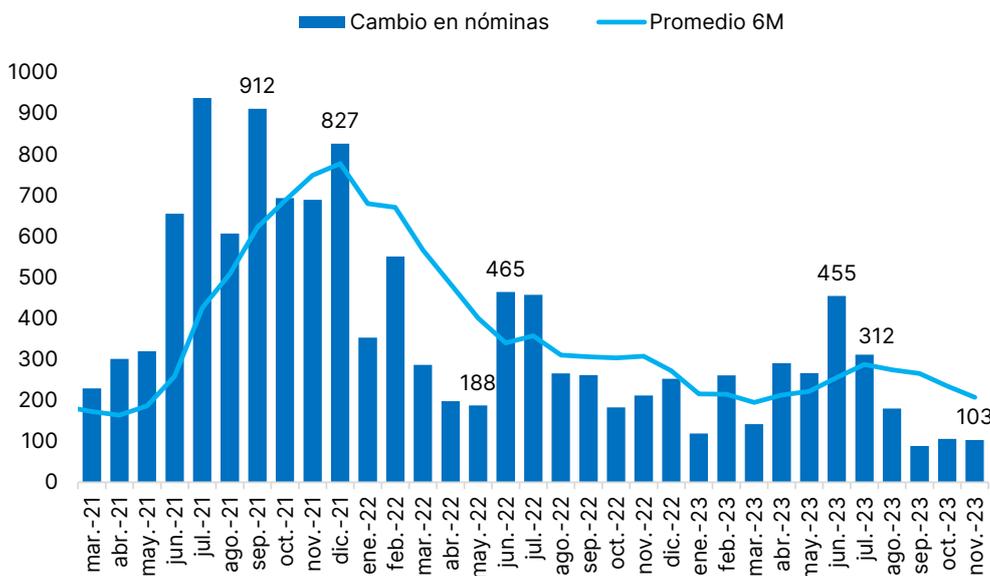


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Las nóminas no agrícolas se desaceleraron en noviembre

Los datos de empleo continúan indicando una desaceleración en el sector. **Ayer se dio a conocer el Informe ADP**, que trabaja sobre una muestra de las nóminas no agrícolas. En este sentido, **la lectura de noviembre se situó en 103 mil, sorprendiendo a los analistas que esperaban una cifra de 130 mil** y mostrando una disminución con respecto al mes anterior (106 mil). Si bien la creación de empleo sigue siendo sólida y el crecimiento salarial supera nuevamente la inflación, los empleadores están reduciendo cada vez más las contrataciones debido a los altos costos de endeudamiento y las persistentes presiones de precios. Además, mañana se publica del informe mensual de empleo de la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS, por sus siglas en inglés), donde los analistas del mercado pronostican que las nóminas no agrícolas se ubiquen en alrededor de 187 mil en noviembre (vs 150 mil de octubre) y que la tasa de desempleo se mantenga en el nivel más alto en casi dos años (3,9%).

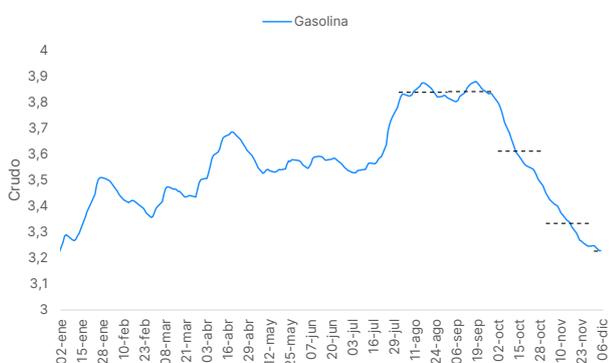
### Evolución de las nóminas no agrícolas (ADP)



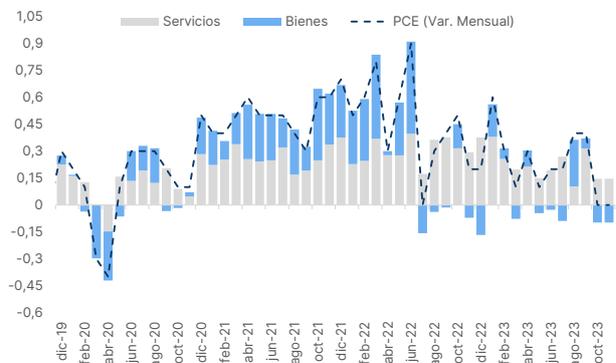
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por otro lado, **los precios de la gasolina cayeron casi un 4% ayer** (WTI: -4,07% | Brent: -3,76%), alcanzado sus niveles más bajos desde junio. Existen ciertas preocupaciones sobre la demanda global de combustible ya que las existencias de gasolina fueron mayores a lo esperado. **Las existencias de gasolina en Estados Unidos aumentaron en 5,4 millones de barriles la semana pasada**, según informó la Administración de Información de Energía, 5 veces mayor al aumento de 1 millón de barriles que esperaban los analistas. Yendo un poco más atrás, el WTI descendió 25,68% desde el pico de fines de septiembre (27/9/2023), esta tendencia se trasladó a los precios de la gasolina que cayeron 17,5% desde el 18 de septiembre. A su vez, esta dinámica se trasladó a la inflación PCE de octubre, en donde los costos de la energía impulsaron la lectura hacia abajo (0% mensual). En un contexto en el que el mercado laboral está comenzando a mostrar signos de debilidad y la inflación ha estado desacelerándose en los últimos meses, esta dirección de los precios del petróleo podría dar lugar a lecturas de inflación favorables en el futuro, generando mayores expectativas de que la Reserva Federal podría recortar tasas antes de lo previsto.

### Precio promedio de la gasolina (US\$ por galón)



### Inflación PCE mensual desagregada (En %)



En este contexto, **los futuros de los principales índices bursátiles amanecen con resultados mixtos**. Por un lado, el Nasdaq y el S&P 500 logran superar la barrera del cero incrementándose

0,24% y 0,03%, respectivamente. Por el otro, el Dow Jones es el único que retrocede 0,17% hoy. En lo que a commodities respecta, **los precios del crudo comienzan el día en terreno positivo**. El WTI y el Brent cotizan en US\$69,95 (+0,79%) y US\$74,94 (+0,78%). Asimismo, el precio de la onza de oro al contado (XAU) observa un ascenso de 0,38%, rozando los US\$2.033. En paralelo, **el dólar se deprecia frente al resto de las divisas**, con el DXY en torno a los 103,87 puntos (-0,27%). ¿Qué sucede con los bonos? **Los rendimientos de los Treasuries ascienden a lo largo de la curva**. La tasa de referencia a 10 años crece 5pbs hacia la zona de 4,16%, a su vez que el tramo corto (tasa a 2 años) también suma 3pbs hasta 4,62%. Como resultado, el spread entre la tasa de 2 y 10 años se sitúa en torno a los -46,87pbs.

## 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

### **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.