

12 de diciembre de 2023

# Daily Mercados

ppi

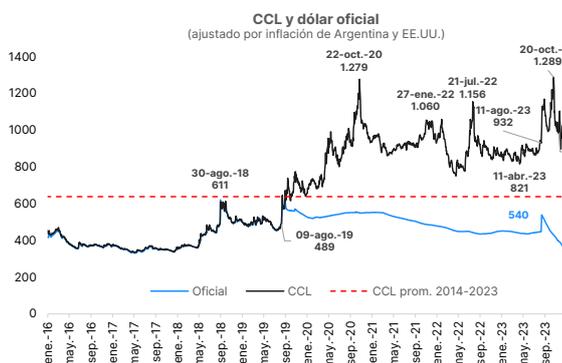
Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

### Otro virtual feriado cambiario a la espera de definiciones

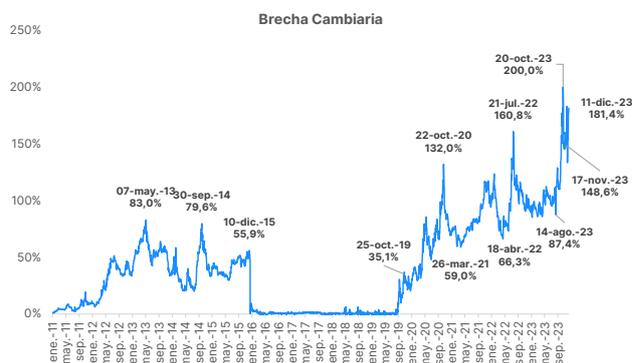
Tras el [comunicado del BCRA](#) en el que rogaba por operar con "conformidad previa", la rueda de ayer fue un virtual feriado cambiario. Según trascendidos periodísticos, la gestión saliente del BCRA se habría comunicado con los bancos para informar que sólo tendrían lugar las operaciones de comercio exterior más urgentes, como aquellas vinculadas a la salud. Como prueba de ello, el volumen operado en el spot de MAE se desplomó a un mínimo de US\$24,675 millones, siendo el nivel más bajo desde noviembre 2015. Es decir, ni siquiera en ruedas en las cuales fue feriado en Estados Unidos, hubo un volumen operado tan bajo. **Debido que la conferencia del ministro Luis Caputo está anunciada para luego de las 17 horas, esperamos que la jornada de hoy sea similar, comportándose también como un virtual feriado cambiario.**

A la espera de definiciones, el dólar BCRA 3500 se deslizó a un ritmo diario de 0,15% o 4,5% mensual para terminar el día en \$366. En paralelo, el CCL trepó 3% desde \$1.000 al cierre del viernes a \$1.030, dejando **una brecha cambiaria en 181%, lo cual supone un máximo desafío para la gestión económica, ya que una devaluación a la zona de \$600/\$700, como se insinuaba la semana pasada, podría quedarse "corta"**. En términos reales, el CCL se encuentra a 20,1% por debajo del máximo histórico de \$1.289 de hoy de la antesala a los comicios generales, pudiendo descomprimir a partir de mañana si el mercado lee el plan Caputo como consistente. Vale decir que, si la devaluación es considerada acotada, la brecha podría achicarse por el salto del oficial, pero no está claro que lo haga por una baja nominal del CCL.

#### CCL sigue subiendo sin todavía definiciones sobre el plan económico



#### La brecha se alzó a 181% a la espera de los anuncios de Caputo



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

**¿Qué podemos esperar de los anuncios de Caputo? Una devaluación luce inminente** ante el comunicado oficial que hace referencia a que “a partir de las 17 horas del día 11 de diciembre de 2023 se procede al cierre del registro de las Declaraciones Juradas de Venta al Exterior hasta nuevo aviso”. Si bien un salto discreto es el escenario base del mercado (futuros cerró con una suba directa en diciembre de 105,7%), **la pregunta relevante es la magnitud de este ajuste y si será una devaluación *de jure*, una *sui generis* o una combinación de ambas. Según el diario El Cronista, Caputo apuntaría a un salto discreto del oficial que antecedería a una suerte de **desdoblamiento formal para importaciones y exportaciones**. En concreto, el dólar oficial escalaría **91% a \$700** e “irá variando en función de la oferta y la demanda, aunque el BCRA mantiene la capacidad de intervención”. Con lo expuesto en la nota de El Cronista no queda muy claro cómo podría operar este mecanismo de ajuste del oficial, dado que las reservas netas se encuentran en alrededor de -US\$11.000 millones, por lo que, sin financiamiento externo, el Central no tiene capacidad para mantener un tipo de cambio fijo. **Al dólar importador se le sumaría 30% de impuesto PAÍS, resultando en un tipo de cambio efectivo en \$910**, aunque se espera que haya una reducción gradual de la alícuota hasta marzo-abril, cuando empiece a liquidarse la**

cosecha gruesa. En tanto, **el dólar exportador se comprendería de 80% al dólar oficial (MULC) y el restante 20% al CCL, quedando un tipo de cambio de \$766, un 12% más que el que rigió hasta el viernes** (\$682 bajo el esquema 50/50%). De esta forma, **la brecha entre dólar importador y exportador sería de 19%, la de CCL con el dólar importador de 13%, con el exportador de 34% y con el oficial de 47%**. Sostenemos que los esquemas de tipo de cambio múltiples fueron insostenibles en el pasado, por lo que consideramos que el destino final será una unificación cambiaria. Por lo tanto, vemos a este esquema cambiario como una forma de “comprar tiempo” hasta que las primeras señales fiscales se materialicen, lo que podría inducir una fuerte comprensión del CCL a niveles cercanos al nuevo valor del dólar oficial.

### Los Globales extendieron los recortes de sus pares emergentes ayer

#### La deuda en dólares argentina retrocedió en la primera rueda tras la asunción de Javier Milei.

Cabe mencionar que este descenso no fue exclusivo de los Globales, ya que el sentimiento bajista se extendió a lo largo del segmento de bonos emergentes. En este sentido, la deuda soberana en dólares amplió la caída del viernes y el precio promedio ponderado por *outstanding* descendió 0,4% frente a 1,1% en la rueda anterior. Por otro lado, el EMB ETF, compuesto de bonos emergentes, cedió 0,2% ayer y 0,3% el viernes. En este contexto, **el precio promedio ponderado de la deuda en dólares argentina se ubicó en US\$35,74 luego de dos caídas diarias consecutivas**. Vale la pena resaltar que este desempeño se dio **tras alcanzar un máximo en 26 meses al tocar US\$36,26 el jueves pasado**. Ampliando los movimientos de la curva, el recorte fue encabezado por el GD35, que se deslizó 0,6%, mientras que el GD41, GD46 y GD38 achicaron 0,5% los dos primeros y 0,4% el último. Al final de la tabla se ubicó el GD30, que disminuyó 0,1% y el GD29 se mantuvo *flat*.

### Evolución precio promedio ponderado Globales



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

Por otro lado, como destacamos ayer, es fundamental para los Globales seguir de cerca las políticas económicas que anuncie la nueva administración para hacer frente a la crisis económica. En esta línea, **según Manuel Adorni, vocero presidencial, Luis Caputo, ministro de Economía, anunciará al cierre del mercado las pautas en torno a su programa económico**. Por el momento,

no se han conocido detalles oficiales del paquete de medidas. En este escenario, cualquier programa creíble y bien recibido por el mercado implicaría un plan detallado para reducir el déficit fiscal y lograr una rápida salida del cepo cambiario. Por otro lado, Santiago Bausili asumió la presidencia del Banco Central junto con los nuevos directores, Vladimir Werning, quien ocupará el cargo de vicepresidente, Alejandro Lew, Marcelo Griffi, Agustín Pesce y Juan Curutchet. En este contexto, **la curva de los Globales pareciera a primera vista tener intenciones de borrar los descensos de ayer y comienza la mañana con avances de entre 0,1% y 0,2%.**

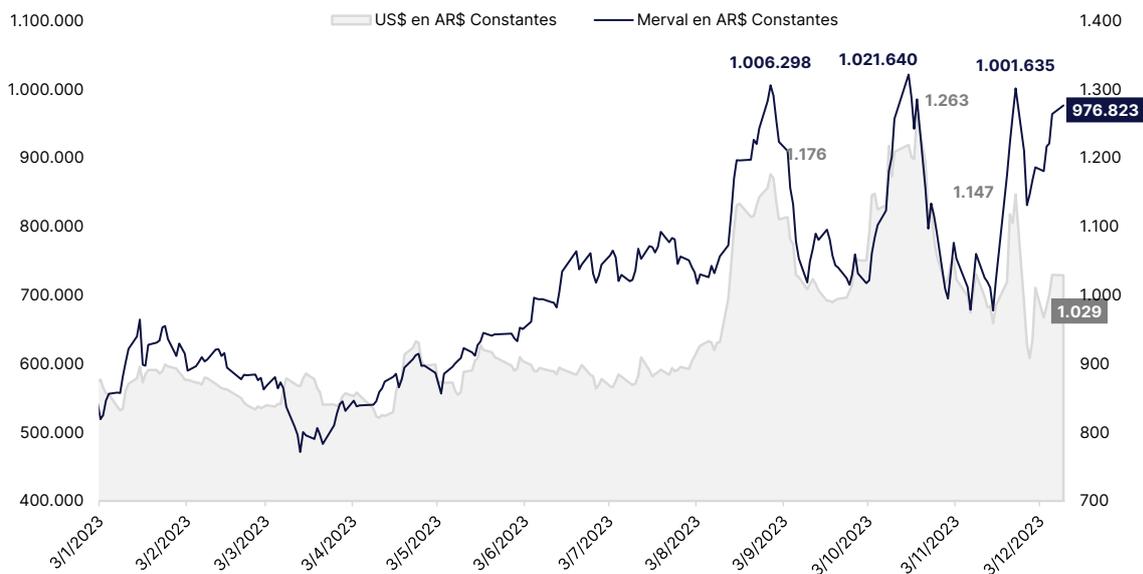
### **El optimismo sigue impulsando al Merval**

**El principal índice bursátil argentino sigue su sendero alcista, marcando nuevos máximos post PASO del 2019.** De hecho, al haber culminado en **US\$949 ayer por la tarde**, cada vez se encuentra más cerca de su valor al viernes 9 de agosto de 2019 en términos corrientes (US\$961), el día hábil previo al desplome provocado por la contundente victoria de Alberto Fernández en aquellas elecciones. No obstante, en términos constantes, aún queda terreno por recuperar considerando que actualmente dicha valuación se posa en US\$1.162.

En este sentido, es evidente que **el mercado se mantiene optimista a pesar de la falta de noticias respecto a las reformas económicas venideras y de las medidas de corto plazo.** Particularmente, a pesar de la falta de definiciones en cuanto al “problema de las LELIQs” y a la dinámica del tipo de cambio oficial. No obstante, se ve que el discurso brindado por el presidente electo el día de su asunción, la comunicación de ayer a la mañana de Manuel Adorni, el vocero presidencial, y el primer DNU de Javier Milei como presidente anunciando una reducción en ministerios, secretarías y subsecretarías fueron bienvenidos. A estos anuncios se suma que **hoy por la mañana el vocero también dejó saber que la pauta publicitaria quedará suspendida por un año**, en lo que se suma como una señal adicional de austeridad por parte del gobierno entrante.

A su vez, **vale la pena destacar el desacople observado entre el dólar medido por ADRs y el Merval en pesos.** Mientras que el primero avanzó 2,3%, el segundo lo hizo por 3,7%, cerrando el ascenso de 1,4% del índice en dólares. Con esto en mente, **hemos señalado varias veces que el Merval está siendo utilizado como vehículo de cobertura cambiaria** por aquellos agentes que están limitados en su acceso al dólar. También hemos opinado que como *hedge* es imperfecto y **advertimos que una vez dado el salto de tipo de cambio es posible que veamos un *sell off* que impacte sobre los precios del equity.** En definitiva, el riesgo de corto plazo es que una vez que se lleve a cabo la inminente devaluación, que probablemente sea anunciada en la conferencia que dará Luis “Toto” Caputo alrededor de las 17 horas, las valuaciones de las acciones caigan impactando sobre el Merval.

## El Merval se desacopla del dólar y sigue marcando máximos post-PASO 2019



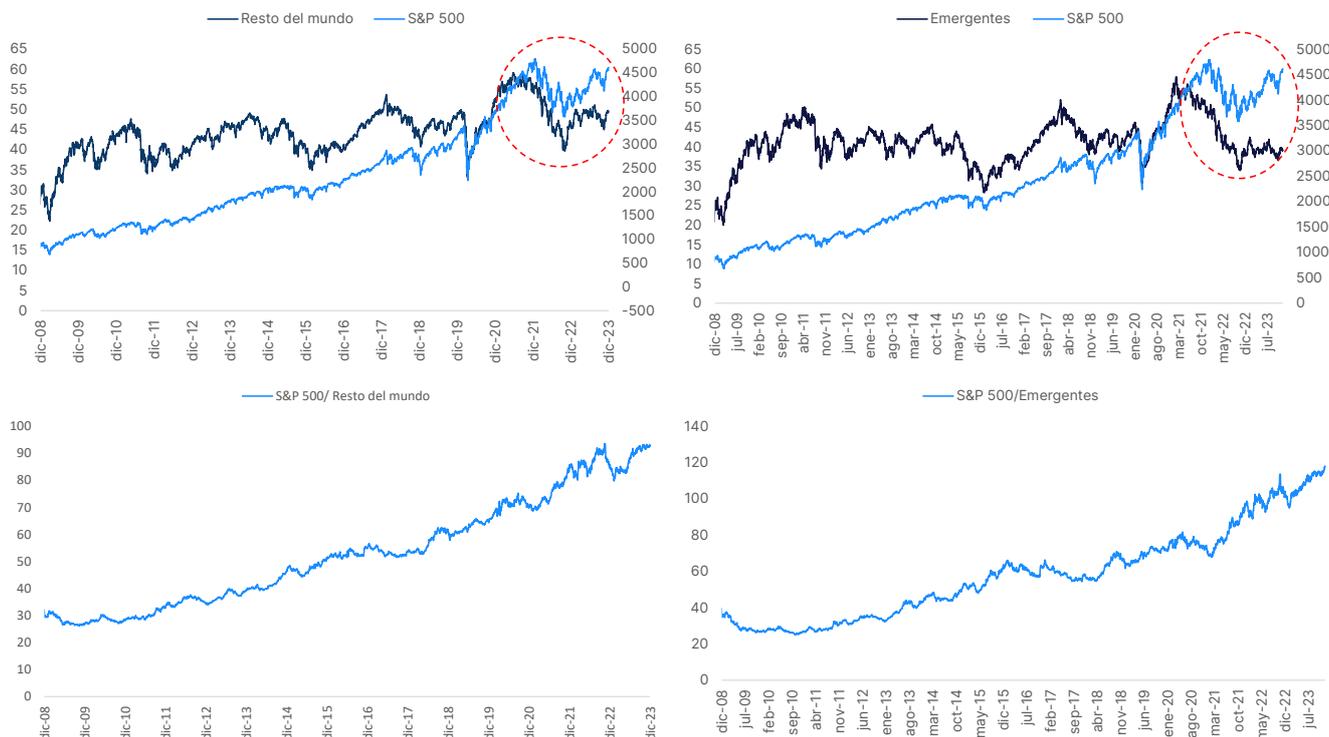
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Una vez más, **creemos que es importante recordar que es fundamental posicionarse en acciones de empresas muy sólidas en el contexto actual.** La devaluación tendrá un impacto directo sobre los montos de deuda de las compañías que se hayan apalancado en moneda dura o con instrumentos dolar linked, y su sostenibilidad podría verse perjudicada. Esto es particularmente cierto para aquellas compañías cuyos ingresos estén primordialmente vinculados al peso, como podría ser el sector financiero. En esta línea, **seguimos creyendo que el sector energético, y en especial las empresas vinculadas al Oil&Gas** como pueden ser YPF, Vista Energy, TGS o Pampa Energía, **son los mejores vehículos para atravesar la turbulencia de corto plazo y capitalizar la potencial bonanza de mediano/largo plazo.** No solo sus ingresos se encuentran dolarizados, sino que, además, se encuentran en una industria con un impulso propio muy importante, que es Vaca Muerta, y, en líneas generales, poseen bajos niveles de endeudamiento.

### ¿Se extenderá el rally del S&P 500 en 2024?

El S&P 500 ha llegado a máximos históricos, observando una variación positiva en su cotización del 13,4% en lo que va del año. El índice luce algo caro en comparación a sus promedios históricos, pero también en relación con otros índices comparables. Por ejemplo, si observamos **el ratio del S&P 500 sobre otros índices como iShares MSCI ACWI ex U.S.**, compuesto por empresas internacionales de mercados desarrollados y emergentes, **se encuentra en máximos históricos, en torno a los 92 puntos, cuando en 2019 se ubicaba en torno a los 60.** Realizando el mismo ejercicio con el iShares MSCI Emerging Markets, que contiene empresas de mercados emergentes, se observa la misma dinámica, con el ratio en 116 aproximadamente, cuando en 2019 el mismo se situaba en alrededor de los 70 puntos.

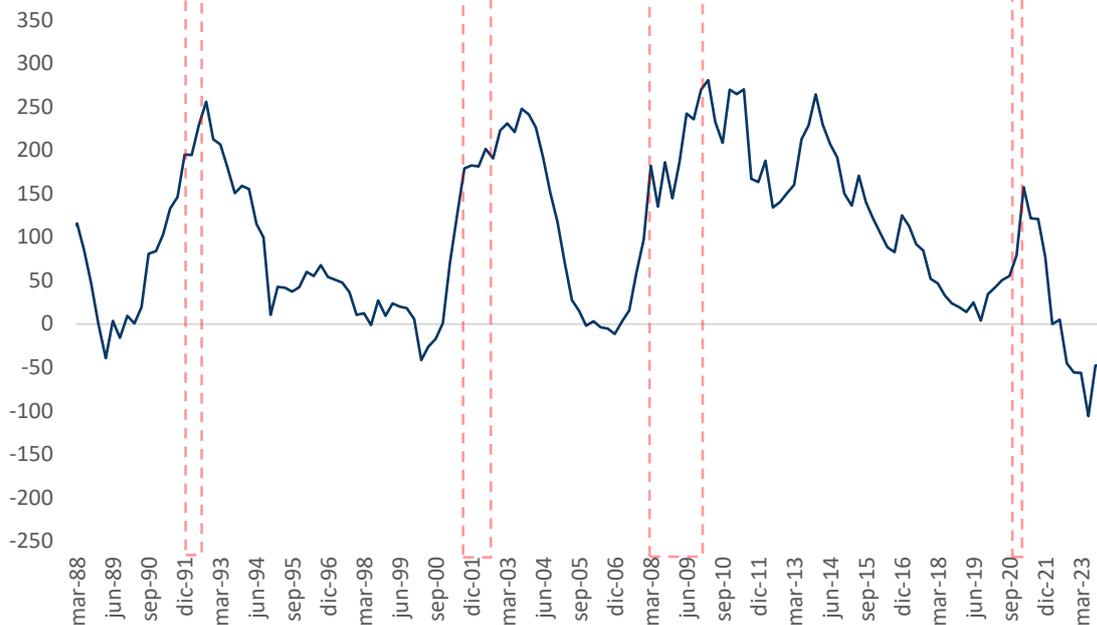
### Evolución del S&P en comparación al resto del mundo



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

Pronosticar recesiones es difícil, sin embargo, el mercado de bonos tiene un historial muy sólido, acertando en 1970, 1975, 1980, 1982, 1991, 2001, 2009 y 2020. La curva de rendimiento se invierte, en promedio, 24 meses antes del inicio de una recesión. **Esto situaría la fecha más probable de inicio de una recesión en octubre de 2024.** Más allá de esto, el escenario base del mercado es que la Reserva Federal lograría un *soft landing* para la economía estadounidense. ¿Por qué piensa esto? Por un lado, tanto el nivel de actividad, como el mercado laboral y el mercado inmobiliario siguen mostrando signos de fortaleza a pesar de la política monetaria restrictiva de la Fed, al mismo tiempo que se observa una desaceleración en la inflación. En este sentido, **hoy habrá que estar atentos al dato de inflación y el jueves a la actualización de las proyecciones de la Reserva Federal.** Más allá de esto, a medida que pasa el tiempo se empieza a sentir los efectos de la política monetaria y habrá que estar atentos a la evolución de la economía norteamericana. Si bien en términos generales la economía americana se muestra sólida, sobre todo haciendo la comparativa con Europa o China, hay ciertos signos de debilidad que empiezan a emerger. Como, por ejemplo, los ahorros como porcentaje del ingreso disponible, que han alcanzado picos de 32% y 26% en 2020 y 2021, y hoy se encuentran en 3,8%. Es decir, el hecho de que la recesión aún no haya llegado y de que hay muchas razones para pensar en un *soft landing*, aún queda camino por recorrer.

## Spread entre la tasa de 2 y 10 años (treasuries EE.UU)

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

En este contexto, **los futuros de los principales índices bursátiles amanecen en terreno positivo**. El Nasdaq, el Dow Jones y el S&P 500 observan incrementos en sus cotizaciones del 0,18%, 0,17% y 0,07%, respectivamente. ¿Qué sucede con los bonos? **Los rendimientos de los Treasuries recortan a lo largo de la curva**. La tasa a 10 años desciende 5pbs hacia la zona de los 4,19%, a su vez que el tramo corto (tasa a 2 años) hace lo propio en 2pbs hasta 4,68%. Como resultado, el spread entre la tasa de 2 y 10 años se sitúa en torno a los -49,57pbs. En lo que a commodities respecta, **los precios del crudo comienzan el día a la baja, mientras que el oro sube en lo que va del día**. El WTI y el Brent cotizan en US\$70,86 (-0,64%) y US\$75,51 (-0,68%). Asimismo, el precio de la onza de oro al contado (XAU) observa un ascenso de 0,32%, rozando los US\$1.989. Finalmente, **el dólar se deprecia frente al resto de las divisas**, con el DXY en torno a los 103,70 puntos (-0,38%).

## 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

### **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.