

14 de diciembre de 2023

Daily Mercados

ppi

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

¿Cuál fue la primera reacción de los Globales a las medidas?

Tal como esperábamos, la deuda en dólares se catapultó ayer tras los anuncios del plan económico del Ministro de Economía, Luis Caputo. En este sentido, **el precio promedio ponderado se disparó 3,59% este miércoles para posicionarse en los US\$37,86** frente a los US\$36,54 del martes. Cabe mencionar que hay que remontarnos aproximadamente a dos años atrás para observar un valor similar. Como resaltamos en nuestro informe especial [Revisando el Plan Fiscal de Luis Caputo](#), preveíamos que la performance de la deuda en dólares soberana sea prospera luego de conocerse el programa fiscal de la nueva administración. Como comentamos, el plan de estabilización comprende los primeros pasos camino a una unificación ordenada, lo que incrementa la probabilidad de pago de la deuda en los años siguientes, un escenario mega constructivo para este segmento.

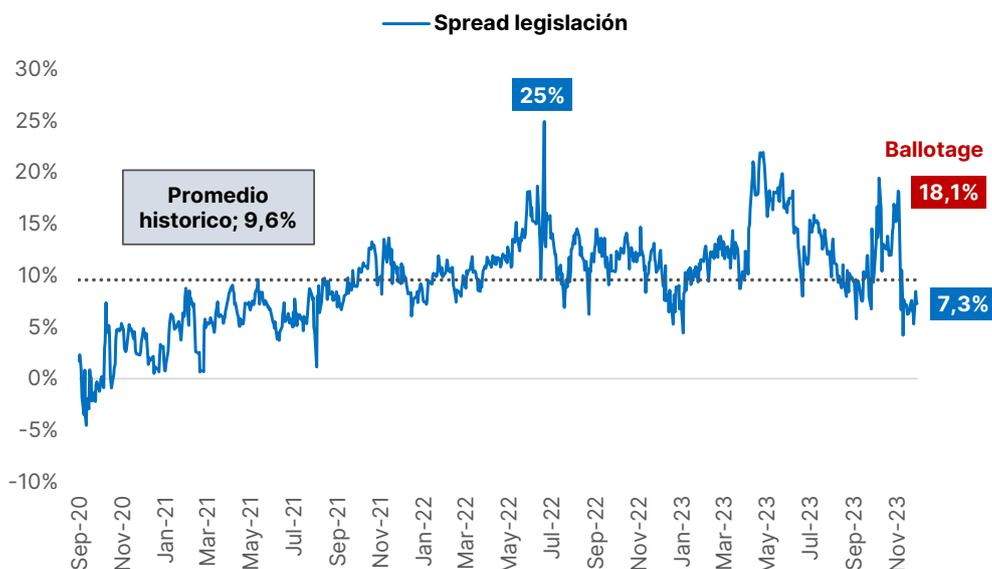
Evolución precio promedio ponderado Globales



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

Así las cosas, **el precio promedio ponderado de la deuda soberana en dólares cada vez más se acerca a los US\$40**. Desagregando los movimientos de este impulso, el crecimiento más pronunciado entre los remarcables avances ayer fue del GD29 que mostró un notable incremento frente al de sus pares de 4,5%, lo siguió el GD35 haciendo lo propio en 3,9%, luego el GD41 que agregó 3,7% y el GD46 sumó 3,6%. Los avances siguieron con el GD38 creciendo 3,4% y por último el GD30 aumentó 2,9%. Por su parte, el desempeño con tónica favorable se extendió a los títulos en dólares ley Argentina que incrementaron entre 2,7% y 3,8%. Dicho esto, habíamos mencionado en el informe, **que el clima constructivo juega a favor de recortar el diferencial legislación**. En esta línea, luego de las medidas, el spread legislación (partiendo del diferencial entre promedios ponderados por outstanding) se mantuvo en los 7,3%, frente a los 8,5% del lunes, ubicándose por debajo del promedio de 9,6%.

El spread legislación se mantiene por debajo del promedio

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

Por último, **se realizaron cambios normativos pertinentes al mercado de renta fija**. Ampliando este punto, la Comisión Nacional de Valores retrocedió con las restricciones entre las operaciones en moneda extranjera, el tope de 100.000 nominales de títulos soberanos y se unifica el parking en un día hábil para las operaciones de venta en moneda extranjera, es decir, ya no hay distinción entre ley local y ley extranjera ([ver Boletín](#)).

Primeras reacciones del mercado de cambios tras los anuncios de Caputo

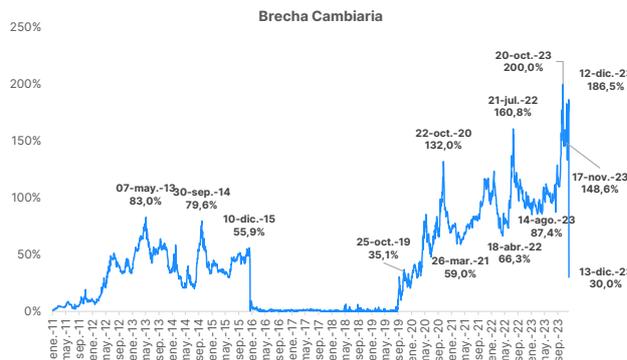
En la primera rueda luego de que se sincerara el dólar oficial a \$800 y se anunciara el plan fiscal, **el CCL Senebi cedió en el margen desde \$1.050 a \$1.040**. Si bien la caída fue de apenas 1%, lo relevante es que no subió tras el salto discreto de 118% del oficial. Así las cosas, **la brecha cambiaria se desplomó desde 186,5% previo a anunciarse la devaluación a 30%**, el nivel más bajo desde principios de enero 2020. ¿Qué estaría detrás de esta baja del CCL y la fuerte comprensión de la brecha? Por un lado, **el plan fiscal de Caputo** (lo tratamos en detalle en nuestro último informe especial "[Revisando el Plan Fiscal de Caputo](#)") **resultó creíble** para el mercado. Asimismo, se explicaría por una **fuerte liquidación de los exportadores bajo el flamante Programa de Incremento Exportador 80% MULC/20% CCL**. El alto volumen operado en MAE en el mercado de dólar spot sugiere que los exportadores se volcaron masivamente a liquidar y, por ende, parte de esa liquidación fue canalizada en el CCL. Yendo a los números, el volumen operado se disparó a US\$432 millones desde US\$25 millones el lunes y US\$8 millones el martes cuando el mercado estaba a la espera de definiciones. En consecuencia, **el BCRA adquirió US\$284 millones, la compra más abultada desde el 28/07 (US\$303 millones)**. En igual sentido, **la expectativa de que el *crawling peg* se mantenga en 2% mensual y con la tasa en pesos corriendo al 10,9%**, el BCRA fuerza a los exportadores a liquidar dado el **mercado encarecimiento del apalancamiento**, una estrategia confirmada por Caputo anoche en una entrevista en TN.

CCL a la baja en el primer día tras los anuncios de Caputo



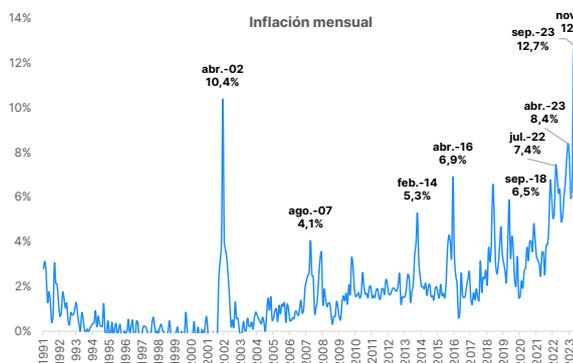
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La brecha comprimió fuertemente a 30% con el plan fiscal



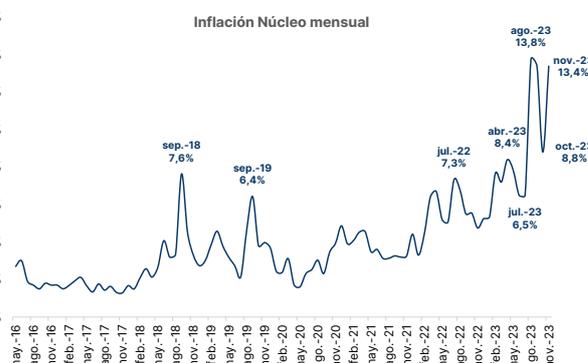
En otras cuestiones, ayer se conoció el dato de inflación de noviembre, el último de la era Fernández. **La inflación general se aceleró desde un piso alto de 8,3% en octubre a 12,8% en noviembre**, superando el pico previo de 12,7% de septiembre y alcanzando **el registro más alto desde febrero 1991**. Más preocupante aún, **la inflación núcleo**, mejor medida para ver la tendencia inflacionaria al excluir precios regulados y estacionales de su medición, **saltó de 8,8% a 13,4%**, quedando apenas por debajo de su récord histórico de 13,8% de agosto. Estos guarismos ya muestran una historia vieja. **Las mediciones de alta frecuencia están viajando a 22% la general y a 26% la núcleo en las últimas cuatro semanas al 12/12**. Este ritmo considera los ajustes de precios que hubo en las tres semanas post ballottage por la implementación del esquema 50/50%, que ubicó al dólar exportador en \$600-680, y parte de los bienes importados *priceados* al futuro de diciembre, que osciló en \$750-800 (en valor presente \$680-720), ante la expectativa de fuerte devaluación con la llegada de Milei. Sin embargo, no toma en cuenta que la devaluación de ayer funciona como un salto discreto adicional del orden de 33%. Por ende, **dado que los precios ya venían viajando a un ritmo mensual superior a 20%, inferimos que la inflación de diciembre se perfila de mínima a 30%**. En este sentido, Caputo anoche en TN dijo que los precios vienen corriendo a un ritmo de 1% diario, consistente con una tasa mensualizada de 34,8%.

La inflación de noviembre fue la más alta en casi 33 años



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

La núcleo rebotó en noviembre y se acercó a su récord histórico



El Merval dio un silencioso visto bueno

El principal índice bursátil argentino se mantuvo prácticamente flat en US\$968 en la primera jornada tras los anuncios de Luis "Toto" Caputo. Si bien podría parecer una señal poco

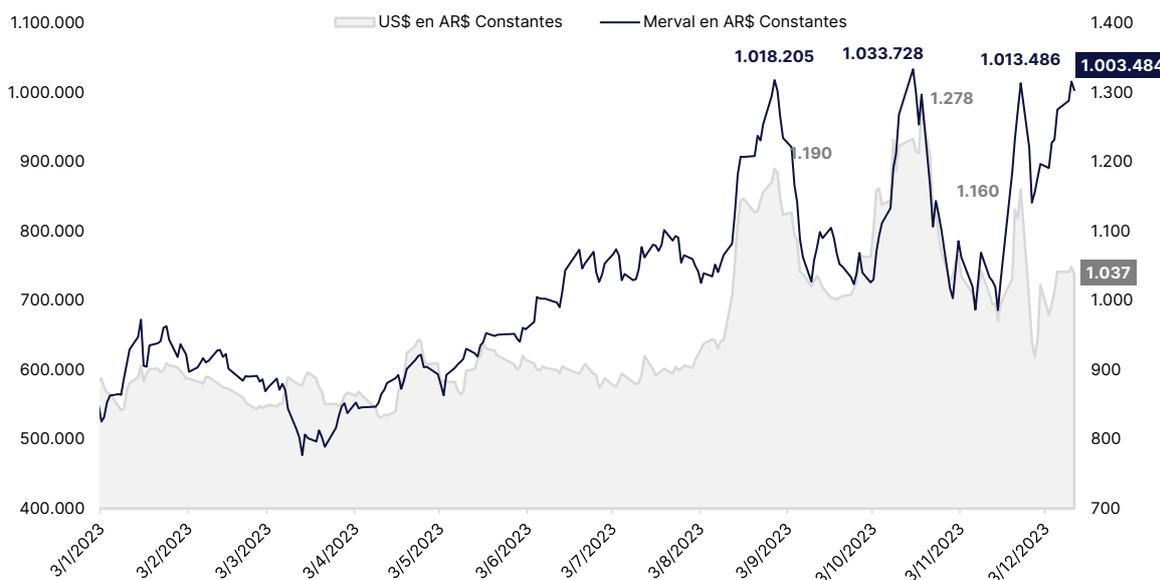
alentadora inicialmente, no lo es. Para entender el mensaje, es clave analizar lo sucedido en el último año. Primero, debemos aclarar que las acciones han sido utilizadas a lo largo del último año como un trade de tipo de cambio. Esto se debió a que numerosos agentes del mercado, particularmente aquellos con acceso al MULC, no tuvieron la posibilidad de dolarizarse debido a las regulaciones vigentes, y buscaron otras alternativas adicionales a los bonos dollar-linked para tomar cobertura. Con ello explicitado, **revisemos el comportamiento del equity en distintos eventos del año.**

Luego de las PASO, cuyo resultado no trajo claridad sobre quién podría tomar el mando a partir de diciembre, **Sergio Massa**, en su accionar como ministro de economía, **facilitó una devaluación de aproximadamente 22%**. En su momento, dicha devaluación tuvo un impacto directo sobre la brecha, que volvió a expandirse a sus niveles previos en apenas dos días. En este sentido, los agentes mantuvieron sus acciones en cartera, y **en apenas cuatro días el Merval en pesos sumó 21,3%, prácticamente alineándose con el CCL.** En este sentido, queda claro que las acciones se mantuvieron como un instrumento de cobertura.

Ahora, **dirigiéndonos a las elecciones generales**, tras las cuales Sergio Massa emergió como el favorito a ser el próximo presidente de Argentina, la dinámica fue diferente. **La menor probabilidad de una devaluación adicional de corto plazo disparó un sell off del asset class** cuyo mayor impacto se vio en TXAR y ALUA, que tuvieron caídas cercanas al 20%. De hecho, en su momento también los bonos dollar-linked se vieron afectados, pues no se esperaban saltos del tipo de cambio oficial por lo menos hasta mediados de noviembre. A su vez, este movimiento fue acompañado por una baja del CCL, que hasta ese momento priceaba la dolarización que proponía Javier Milei, lo que avala la relación entre las acciones y el dólar, por imperfecta que sea.

En este caso, el anuncio y confirmación de la devaluación, que baja la probabilidad de un próximo salto cambiario en el corto plazo, no trajo aparejado una venta masiva de acciones. Es cierto también que al mantenerse relativamente flat el CCL, la brecha no se expandió (alcanzó su mínimo desde 2020 al posarse cercana al 26%), y ello no disparó al equity. Es más, el dólar medido a partir de ADRs cayó 0,5%, y el Merval en pesos retrocedió 0,65%, lo cual los mantiene alineados. Es evidente que **a pesar de que no se esperen próximas devaluaciones en el corto plazo, la venta generalizada para pasar a activos que puedan rallear, como lo hicieron los bonos CER, no se dio. Es posible que el mercado se mantenga optimista con las acciones, y esperen que la recuperación del mercado bursátil prosiga en los siguientes meses.** Ello avalaría un desacople entre las acciones y el dólar como adelantamos que podría pasar. No nos resultaría sorprendente, considerando que las medidas anunciadas apuntan a un mayor desarrollo del sector privado.

Luego de la devaluación, no hubo *sell off*



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

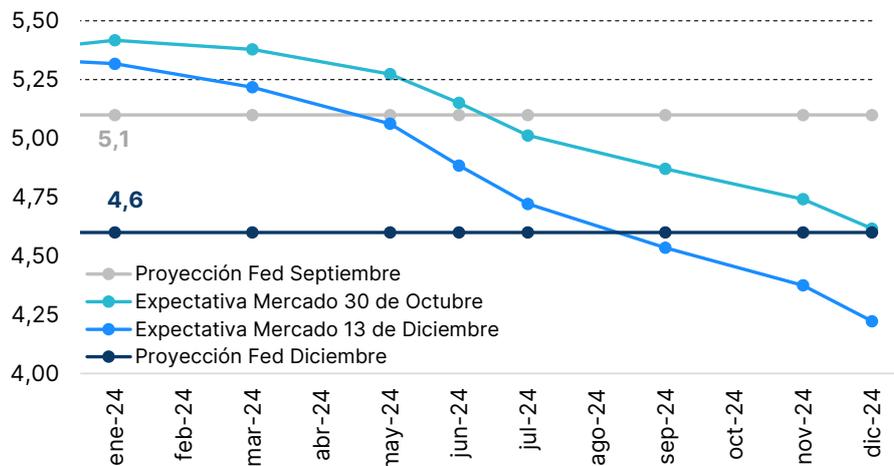
En esta línea, **los bancos fueron uno de los más beneficiados ayer**. Es claro que el mercado sopesó con mayor relevancia que el anuncio careciera de un plan de shock al “problema de las LELIQs”, por sobre la licuación de los ingresos del sector en términos de la divisa norteamericana. Así es que, después de DESP, que voló 10,71% al mejorar su guidance, SUPV (+6,99%), BBAR (+5,15%), BMA (+4,35%) y GGAL (+3,30%) encabezaron las ganancias.

La Fed reduce su proyección de tasa de interés para 2024

Ayer, **la Reserva Federal mantuvo el rango de tasas en el corredor 5,25% - 5,5%**, tal como preveía el mercado. El presidente del organismo, Jerome Powell, indicó en la conferencia de prensa que es probable que haya **concluido el histórico endurecimiento de la política monetaria**, ya que la inflación está cayendo más rápido de lo esperado. Ampliando este punto, la Fed redujo sus proyecciones de inflación, previendo que el PCE caerá al 2,4% en 2024, cerca del *target* del 2% anual. Además, prevén que la inflación *core* PCE descienda a 2,2% en 2025 y finalmente alcance el objetivo del 2% en 2026. Estas nuevas previsiones sugieren una imagen de inflación más moderada en los próximos dos años en comparación con la última actualización de septiembre. La Reserva Federal había anticipado que el índice de precios de gastos de consumo personal (PCE) excluyendo alimentos y energía alcanzaría el 2,6% en 2024 y el 2,3% en 2025.

En cuanto al *dot plot*, **las proyecciones publicadas mostraron que la Fed reduciría las tasas a un promedio del 4,6% para fines de 2024** (cuando en las proyecciones de septiembre se esperaba una reducción hasta un 5,1 promedio), lo que representaría tres reducciones de 25pbs partiendo desde el rango objetivo actual. Más allá de las proyecciones del organismo, el mercado espera 5 recortes de la tasa de referencia para el año próximo, comenzando en marzo del 2024.

Expectativa de tasas vs la proyección de la Fed
(En %)



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

En este contexto, ayer, **los principales índices bursátiles cerraron pintados de verde**. El Dow Jones lideró las ganancias con un aumento del 1,4%, algo más atrás encontramos al Nasdaq y al S&P 500 que crecieron 1,38% y 1,28%, respectivamente. Por su parte, la volatilidad implícita en el mercado de renta variable aumentó y el VIX subió 1,24% hasta 12,21 puntos. ¿Qué sucedió con los bonos? Los rendimientos de los treasuries se desplomaron a lo largo de curva. **La tasa de referencia a 2 años recortó 30pbs hacia la zona de los 4,43%, a su vez el tramo largo (tasa a 10 años) hizo lo propio en 18pbs hasta 4,02%**. El tramo corto cae a mayor velocidad que la parte larga de la curva, así, el spread entre la tasa de 2 y 10 años sumó 12pbs para situarse en -41,53pbs. De esta manera, la volatilidad en el mercado de bonos cayó y el Move index decreció 6,35%, ubicándose en 118,62 puntos. En lo que a commodities respecta, tanto los precios del crudo como del oro cerraron al alza. El WTI y el Brent terminaron en US\$69,74 (+1,65%) y US\$74,55 (+1,79%) al sonar la campana, mientras la onza de oro al contado (XAU) culminó en US\$2.026 (+2,35%). Finalmente, el dólar se depreció frente al resto de las divisas y el DXY restó 0,93%, aterrizando en los 102,91 puntos.

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.