

18 de enero de 2024

Daily Mercados

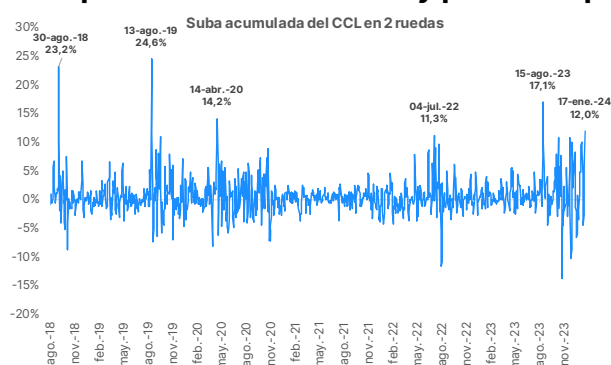
ppi

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

Continúa la tensión en el CCL

Luego de haber saltado 5,9% el martes, **el CCL Senebi tuvo ayer otra rueda agitada al dispararse 5,8% hasta \$1.275. Así, trepó 12% en apenas dos días**, siendo la mayor suba para este período desde las PASO (+17,1%). Si bien no es del todo correcto comparar subas nominales actuales con las de agosto dada la alta inflación, la magnitud del avance en tan poco tiempo sugiere que nos encontramos atravesando un momento de mucha tensión. Como muestra de ello, **el dólar financiero escaló 37,1% nominal o 20,6% real desde el mínimo de la gestión Milei de \$930 nominal o \$1.058 de hoy alcanzado el 27/12** (apenas 14 jornadas). En nuestro [último Daily](#), tratamos en detalle las razones que explicarían esta fuerte suba. Volvemos hacer hincapié que **una tasa real tan negativa no es inocua para el CCL**, que continúa ubicándose en un **nivel intermedio entre el promedio de los últimos diez años de \$836 de hoy y el récord histórico de \$1.682 de hoy marcado en la antesala a las elecciones generales**. Alcanzar esta banda inferior implicaría una caída real de 34,4% del dólar financiero, mientras que retornar al máximo implicaría un aumento real de 31,9%. De esta forma, **la brecha cambiaria se disparó de 47,3% este martes a 55,7% ayer, máximo en la administración Milei al superar el pico anterior de 47,4% del 09/01**.

Abrupta suba del CCL en muy poco tiempo



CCL entre récord y promedio histórico



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

En consecuencia, **la brecha entre el CCL y el tipo de cambio efectivo de los exportadores también saltó a niveles récord de la actual gestión al escalar a 40,1%** desde un mínimo reciente de 11,8%. No es un detalle menor dado que **la liquidación de los exportadores podría volver a tensarse en breve**, como ocurrió en la anterior disparada de la brecha, al perder potencia el efecto del diferencial entre la tasa de interés (8/9% mensual) y el *crawling peg* al 2% mensual. Vale mencionar que no tiene el mismo efecto una brecha disparándose con Massa que con Milei, quien descrea de permanecer por mucho tiempo en un esquema de control de cambios. **Esperamos que el ritmo de compras del BCRA desacelere significativamente en el corto plazo ante una menor liquidación de los exportadores y una mayor demanda privada** a partir de los últimos días de enero, ya que las primeras SEDI se autorizaron el 27/12.

Brecha récord de la gestión Milei



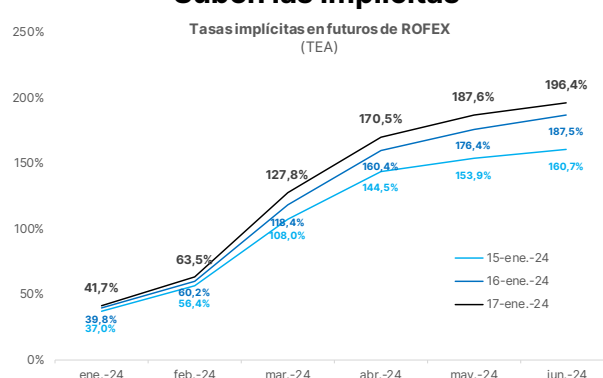
En este contexto de brecha al alza, **las expectativas devaluatorias tomaron impulso**. Ayer los futuros de ROFEX volvieron a tener subas generalizadas a lo largo de toda la curva. En detalle, **los contratos escalaron entre 0,2% y 1,4% directo** (con excepción de la posición de enero que no tuvo cambios), concentrándose los mayores avances en la posición de mayo (+1,3%) y julio (+1,4%). Considerando la suba de ayer, **la curva de futuros trepó entre 0,1% y 5,8% en los últimos dos días**, con los contratos de enero y febrero apenas incrementándose 0,1% y 0,4%, respectivamente, y los de junio y julio exhibiendo las mayores subas (5,5% y 5,8% cada). Así las cosas, **las tasas implícitas en los futuros de ROFEX saltaron del rango 37%-162,8% de TEA el lunes a 41,7%-196,4% ayer**. Con estos movimientos dentro de la curva de futuros, **el mercado descuenta una leve aceleración del *crawling peg* a 4,7% en febrero para después dispararse por encima de 10% entre marzo y junio**.

Abrupto rebote de los futuros de ROFEX

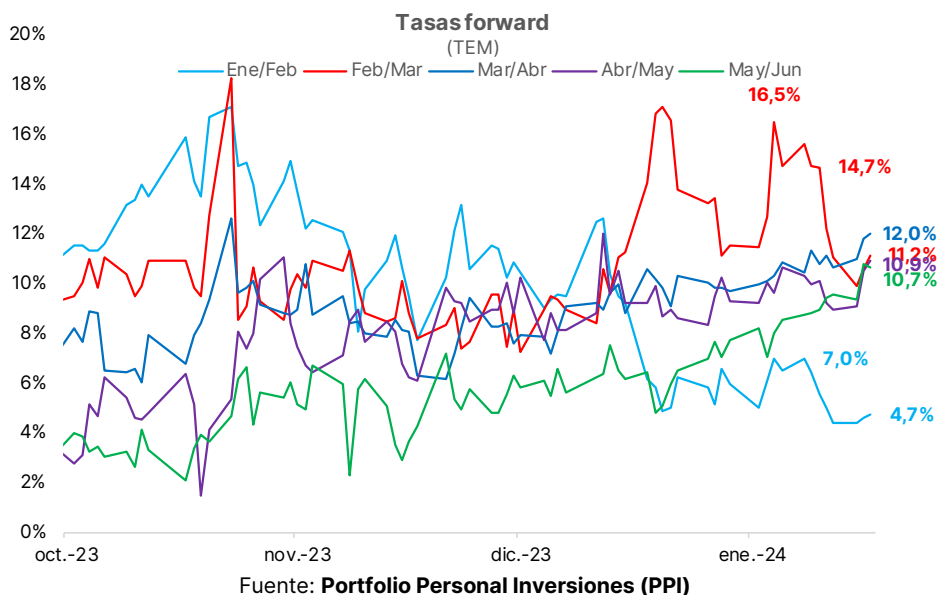
Futuro	15-ene	16-ene	17-ene	Var. 1d	Var. 2d
ene-24	829	830	830	0,0%	0,1%
feb-24	864	866	868	0,2%	0,4%
mar-24	949	957	963	0,7%	1,5%
abr-24	1.060	1.078	1.087	0,9%	2,5%
may-24	1.160	1.195	1.210	1,3%	4,3%
jun-24	1.261	1.315	1.330	1,1%	5,5%
jul-24	1.370	1.430	1.450	1,4%	5,8%
ago-24	1.500	1.550	1.561	0,7%	4,1%
sep-24	1.595	1.650	1.670	1,2%	4,7%
oct-24	1.690	1.745	1.765	1,1%	4,4%
nov-24	1.780	1.825	1.845	1,1%	3,7%
dic-24	1.870	1.915	1.935	1,0%	3,5%

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

Suben las implícitas



El mercado espera fuerte aceleración del *crawling peg* entre marzo y junio

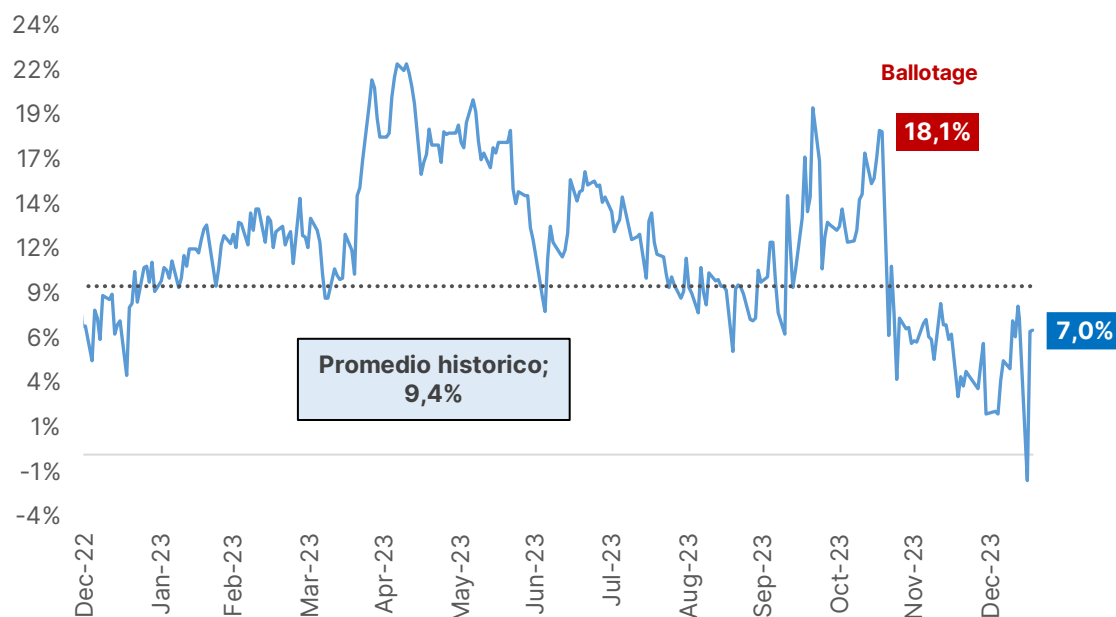


La deuda en dólares extendió la mala racha de la semana

Ayer los Globales profundizaron la dinámica bajista de la semana. Esta tónica llevó al precio promedio ponderado por outstanding hacia los US\$36,3 ubicándose un 1,5% inferior al cierre anterior. De esta forma, en lo que va de la semana la deuda soberana en dólares recorta 2,5%, borrando parte de lo ganado la semana anterior. **Cabe mencionar que la jornada fue poco amigable en todo el universo emergente** (EMB ETF y EEM de BBG cayeron 0,4%) **consecuencia de que la tasa de los Treasuries a 10 años se expandió 5bps hacia los 4,1% mientras que la tasa a 2 años hizo lo mismo en 14bps ubicándose en los 3,6%.** De esta manera, **pareciera que la performance de la deuda en dólares se vincula más a factores externos que idiosincráticos.** De todas formas, **es importante seguir de cerca los acontecimientos del plano local.** En este sentido, Milei habló en Davos y se reunió con Georgieva, directora gerente del FMI, en donde se confirmó el rumbo liberal de la gestión. Según la portavoz del FMI, tuvieron una conversación favorable y discutieron soluciones a largo plazo para lograr el objetivo de estabilizar la economía. Por su parte, Caputo, ministro de Economía sostuvo que el cierre del Banco Central sigue siendo uno de los objetivos de la nueva administración pero que en este momento todos los focos están puestos en la estabilización de la macroeconomía.

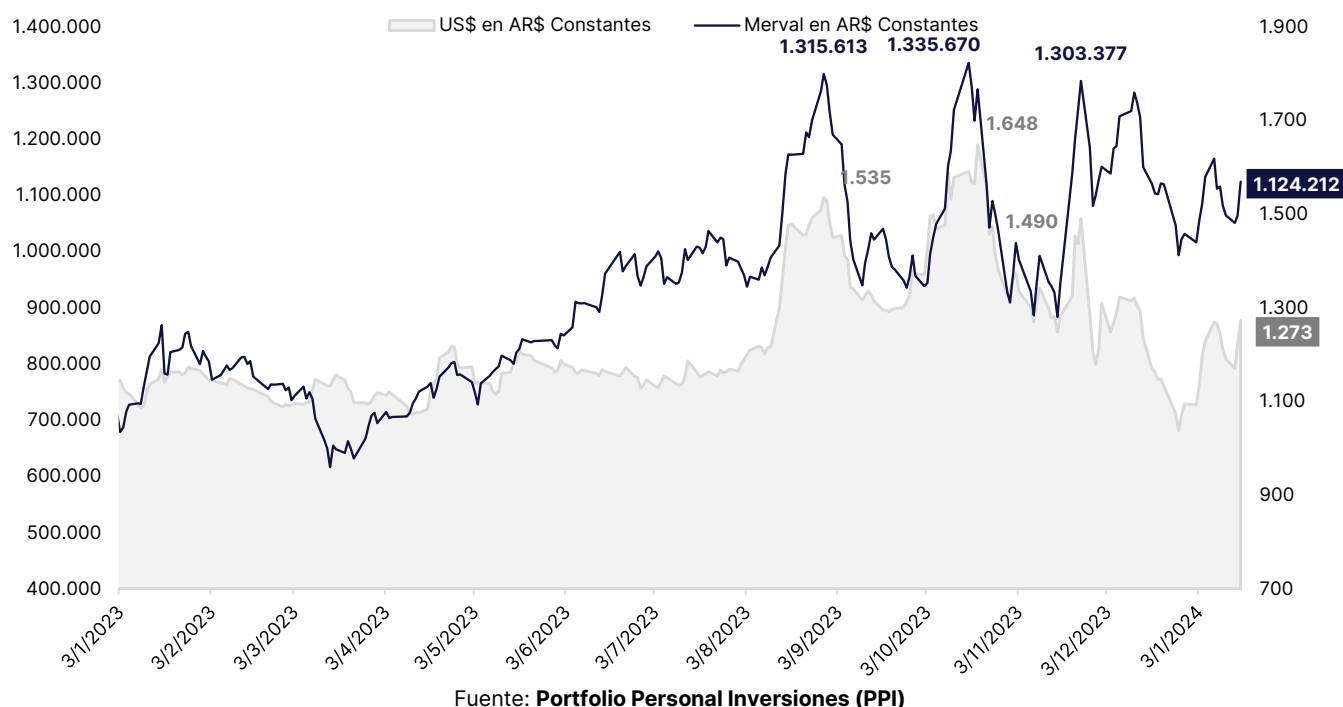
Dirigiéndonos a las variaciones de la curva ayer, **los Globales se movieron entre 1,2% y 1,8%.** **Ampliando esto último, los títulos old indenture** (GD38 y GD41), que poseen cláusulas más robustas, es decir, aquellos que tienen Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) más favorables para los bonistas en caso de reestructuración, **tuvieron el recorte más profundo** (-1,8% ambos). Mientras que, **los títulos new indenture más cortos** (GD29 y GD30), que poseen cláusulas más flexibles en el escenario mencionado, **tuvieron el descenso más moderado** (-1,2% los dos). Por su parte, tras la corrección de los Bonares del martes, ayer permanecieron nuevamente a la baja. En este sentido, exhibieron descensos de entre 1,1% y 3,3%. De esta manera, el spread legislación se ensanchó hacia 7%.

Spread legislación

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)****El dólar sigue volátil pero el Merval presentó batalla**

Una vez más los dólares financieros fueron protagonistas de la rueda. De hecho, para el mediodía el contado con liquidación (CCL) tocó los \$1.300, nivel en el cual encontró un freno impuesto por la oferta que lo hizo retroceder parcialmente. Por su parte, **el tipo de cambio medido por ADRs** se comportó de manera similar y **culminó la jornada en \$1.273, un 4,8% por encima de su valor el día anterior**. No obstante, esta vez el principal índice bursátil argentino respondió con firmeza. **En total, el Merval en pesos ascendió 6,3%, superando en 1,5% a la divisa norteamericana. Así, en dólares cerró en US\$883**, marcando una recuperación parcial luego de tocar su valor mínimo desde el 23 de noviembre. **¿Acaso regresa el Merval como cobertura cambiaria?** Es posible que ante una brecha que alcanzó máximos en la era de Javier Milei (55,7%), el índice vuelva a convertirse en una forma de cobertura cambiaria o proxy del CCL. Es más, observando el gráfico, queda muy claro que ambas variables se han movido al unísono tras su desacople inicial de diciembre, en especial desde enero, donde sus movimientos parecen espejos. Al mismo tiempo, al observar el mercado *dollar-linked*, entendemos que el mercado ya se prepara para una segunda devaluación en el relativamente corto plazo. Las tasas han comprimido nuevamente y se muestran en terreno negativo para plazos inferiores a un año y medio de *duration*. Incluso para plazos de menos de seis meses de *duration*, ya se ven operaciones con tasas que superan los dos dígitos negativos. En definitiva, **es evidente que los inversores están buscando cobertura cambiaria una vez más y, ante las restricciones existentes, las acciones locales surgen como una alternativa viable**. Eso sí, debemos hacer dos comentarios más al respecto: (i) por un lado, desde una visión negativa, cabe advertir una vez más de su imperfección como *hedge*, pues una venta masiva podría deprimir sus valuaciones y no poseen un vencimiento como los bonos, lo que podría hacer que no recuperemos el capital invertido en el corto/mediano plazo; (ii) por el otro lado, desde una perspectiva positiva, el *upside* podría ser muy interesante (desacoplándose del dólar, superando su performance) si las negociaciones por el Decreto Nacional de Urgencia (DNU) 70/2023 y la Ley Ómnibus llegan a buen puerto.

El Merval y el dólar se reacoplan



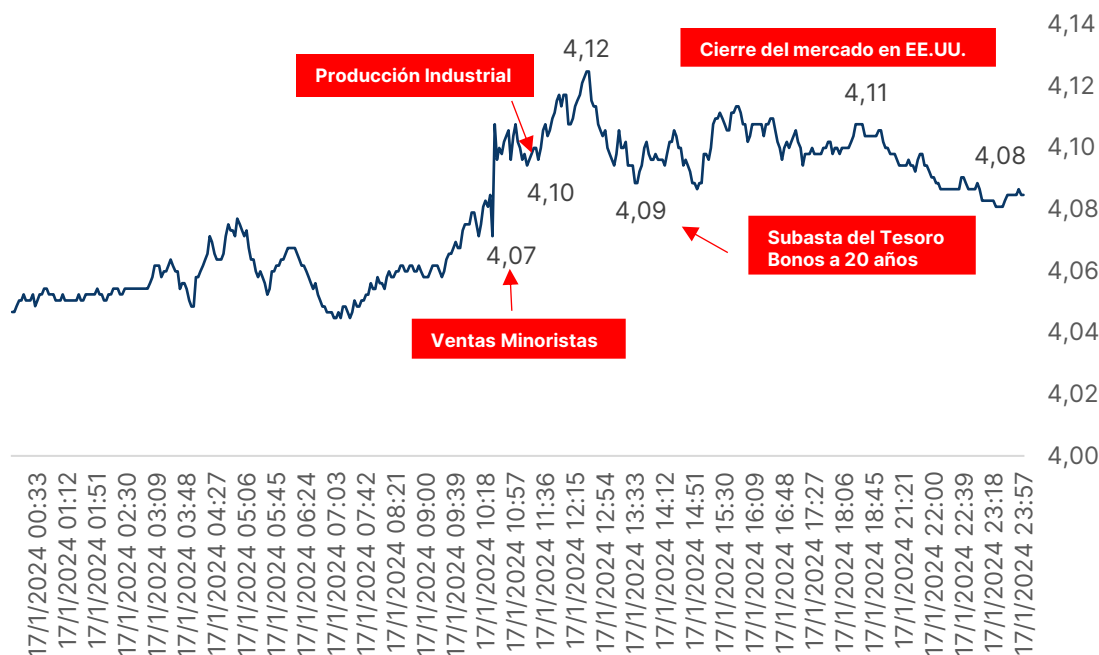
En cuanto a la performance de la renta variable local, en una ronda tan afectada por el dólar, preferimos poner el foco en los ADRs. En este sentido, **la totalidad del panel promedió un ascenso de 1,5%, siendo que apenas tres papeles finalizaron en terreno negativo** (MELI -2,09%, GLOB -1,63% y BIOX -0,30%). Por el contrario, **el batacazo lo dio el sector bancario**, con BMA (+6,70%), SUPV (+6,47%), BBAR (+5,05%) y GGAL (+3,70%) liderando el alza. Así estos papeles entraron en el grupo selecto de ADRs que permanecen en positivo en la semana, aunque en el mes se distribuyen de manera dispar entre los rojos (que incluyen dieciséis de los diecinueve ADRs). Vale la pena recordar que en [nuestro informe de perspectivas para el 2024](#), nos mantuvimos optimistas con el sector dado su rezago respecto de otras áreas de la economía y las perspectivas renovadas respecto de la deuda en pesos.

La actividad se mantiene sólida y baja la probabilidad de que la Fed recorte la tasa en marzo

La actividad sigue mostrando solidez a pesar de la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal y empieza a ganar terreno el *higher for longer*. De esta manera, **en diciembre, las ventas minoristas experimentaron un crecimiento mensual de 0,6%, superando las expectativas que se ubicaban en 0,4%**. Esto muestra una aceleración en comparación con el mes anterior, que fue de 0,3%. Excluyendo los automóviles, las ventas subieron 0,4% en diciembre, por encima de lo esperado (0,2%) y acelerándose con respecto al mes anterior (0,2%). Este dato particular fue el que más afectó en las expectativas. Así, ayer la tasa de referencia a 2 años se incrementó 14 pbs hacia la zona de 4,36%, a la vez que el tramo largo de la curva (tasa a 10 años) avanzó 5 pbs hasta 4,11%. Como resultado, se revierte la tendencia que se venía observando en los últimos días y el spread entre la tasa de 2 y 10 años achicó 9 pbs hasta -25,3 pbs. En este sentido, **la probabilidad de observar un recorte en la tasa de referencia en la reunión de marzo descendió de 78,5% el viernes pasado a 56,2% al cierre de ayer**. Más allá de esto, el mercado sigue descontando seis recortes de la tasa de referencia para 2024 (vs los tres que proyecta el *dot plot* de la Fed).

Intradiario de la tasa a 10 años el 17 de enero

(En %)

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

Por otro lado, **ayer se dio a conocer el dato de producción industrial correspondiente a diciembre, el cual registró un crecimiento mensual de 0,1%**, ligeramente superior a las estimaciones de los analistas (-0,1%). Además, **la producción experimentó una aceleración en comparación con noviembre (0%)**, respaldando la idea de que **la actividad económica se mantiene sólida**. Cabe recordar que el sector industrial fue uno de los más afectados por la política monetaria de la Reserva Federal en 2023. La perspectiva de este sector podría cambiar si se materializa el escenario base del mercado de seis bajas en la tasa de referencia. Además, **la utilización de la capacidad instalada se mantuvo en el mismo nivel que en noviembre en 78,6%**, aunque algo por debajo de lo esperado (78,7%).

Finalmente, **ayer el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos llevó a cabo una subasta de bonos a 20 años por US\$13.000 millones, con una tasa de corte de 4,423%**. Esta tasa fue 0,8 puntos básicos superior a la expectativa del mercado (4,415%) y significativamente más alta que la última subasta de diciembre, que tuvo un corte de 4,213%. La demanda fue débil, evidenciada por un ratio de oferta/cobertura de 2,53, el más bajo desde el 21 de marzo de 2023. Además, el interés de los inversores fue limitado, ya que los participantes indirectos solo suscribieron 62,2% de la oferta, en comparación con el promedio de las tres subastas anteriores que fue de 68,2%. **Estos indicadores sugieren que los inversores están exigiendo una prima por riesgo para compromisos a largo plazo en un año electoral.**

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.