

15 de febrero de 2024

Daily Mercados

ppi

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

Tras los feriados locales, los Globales se dispararon

La deuda soberana en dólares neteo las pérdidas del lunes y martes (jornadas donde no hubo mercado local y las ruedas fueron complicadas para emergentes). Ayer en el pre-market, los Globales arrancaron con tímidos avances, pero la deuda en dólares se catapultó en el transcurso de la rueda, creciendo hasta 5,4%. En detalle, los bonos criollos **estuvieron fuertemente demandados toda la jornada y finalizaron el día con alzas de entre 3,8% y 5,4%**. Así las cosas, **el precio promedio ponderado de los Globales alcanzó US\$36,7 (+4,4%;1D)**. Por su parte, el buen humor del segmento se generalizó a sus pares ley local, que escalaron entre 2,8% y 5,5% a lo largo de toda la curva. Así, la deuda en dólares ley extranjera se posicionó más demandada que la ley local. En consecuencia, tras unos días sin operaciones locales y fuertes avances ayer, el spread legislación aumentó hasta 2,1%, ubicándose todavía notablemente por debajo del promedio.

Spread legislación



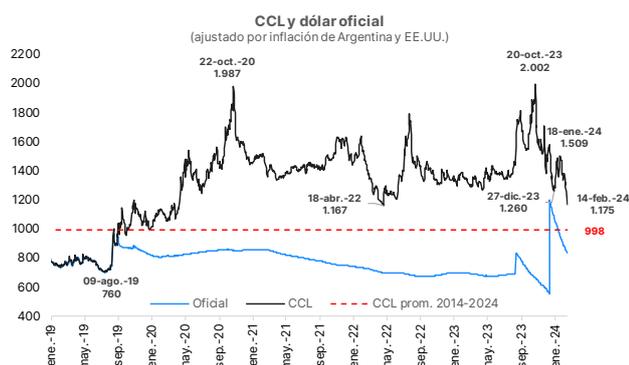
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿A qué creemos que puede deberse este extraordinario repunte? Por un lado, podemos observar cómo evolucionaron ayer el resto de los créditos emergentes/distressed. Mirando el EMB ETF (compuesto de bonos emergentes), percibimos que el día fue amigable para el universo emergente, ya que dicho ETF escaló 0,7%. En igual sintonía, el Emerging Market Index elaborado por BBG trepó 0,2%. Por otra parte, la curva de Treasuries retrocedió en ambos tramos, con el más corto (tasa a 2 años) recortando 3 pbs y el tramo más largo (tasa a 10 años) haciendo lo propio en 6 pbs, lo que puede favorecer la performance de activos de mayor riesgo. De esta manera, la sesión fue positiva para el segmento, aunque vale aclarar que exhibieron subas significativamente más moderadas que los Globales. En cuanto a esto, **nos parece relevante señalar ciertos puntos del plano local que pensamos que favorecieron la notable escalada de la deuda en dólares**. Mas allá del tropezón legislativo que significó el revés de la Ley Ómnibus, **creemos que los bonos en dólares incorporaron las señales de los últimos días, las cuales fueron bastante optimistas**. Enumerando, la inflación relativamente baja de enero (ver sección macro), la buena perspectiva fiscal de enero, la acumulación de dólares del Banco Central y las lluvias del fin de semana en la zona núcleo, que llegaron en un momento crítico para el maíz y la soja, son factores que podrían tener influencias positivas en las cotizaciones de los activos argentinos.

Una rueda más que positiva para el peso

Como era esperado que suceda **en una rueda muy positiva para el universo emergente y, en especial, para los activos argentinos** (para mayor detalle ver "Tras los feriados locales, los Globales se dispararon" y "A contramano del CCL, el Merval arrancó la semana al alza"), **el peso experimentó una marcada apreciación. El CCL, inversa del peso, se desplomó 4,5% hasta \$1.175**, profundizando la baja exhibida la semana anterior, a pesar del traspíe del oficialismo con la Ley Ómnibus. A contramano de los días previos, cuando el CCL se hundió 3,1% entre jueves y viernes pasado, mientras que los Globales recortaron 2,2% (4,4% si se suman los feriados del lunes y martes) y el Merval en dólares 5,2%, esta vez el peso y los activos argentinos se movieron en sintonía, lo que resulta más lógico. De esta forma, **el CCL acumula una caída de 7,5% en apenas tres ruedas**, la mayor baja para este período desde el ballottage. En consecuencia, el principal dólar financiero tocó **un nuevo mínimo real en la administración Milei, ubicándose 5,8% por debajo del anterior de \$1.247 de hoy alcanzado el 27/12**. Incluso, tomando mayor perspectiva, **se desplomó 21,8% real desde el pico de la gestión Milei de \$1.503 de hoy alcanzado el 18/01**. Considerando este abrupto recorte, el CCL **quedó apenas \$20 o 1,7% por encima del mínimo alcanzado en abril 2022 de \$1.155 de hoy tras la firma del acuerdo con el FMI**. Así las cosas, **la brecha cambiaria se hundió a 40,9%, el menor nivel en 20 ruedas** (desde el 15/01), mientras que la brecha entre el CCL y el tipo de cambio efectivo de las exportaciones cedió a 30,2%.

CCL en mínimos desde abril 2022



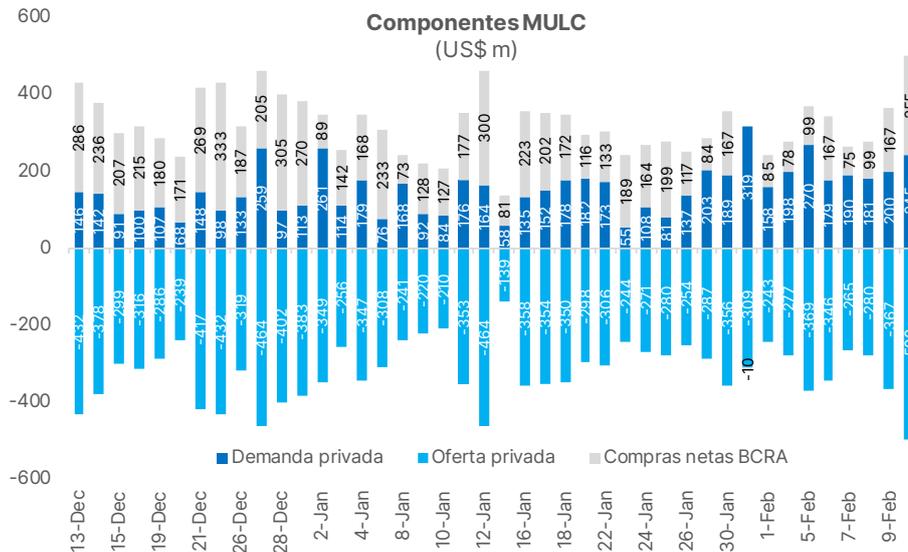
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La brecha comprime al menor nivel en 20 ruedas



Retomando la rueda de ayer, la fuerte baja del dólar financiero se explicaría, al menos en parte, por una **oferta extraordinaria** en este mercado. En esta línea, detectamos que el volumen operado en el dólar spot de MAE, *proxy* de la liquidación de los exportadores, saltó a US\$500 millones, el mayor nivel desde el 25/08 (días luego de la devaluación post PASO del 14/08). Este volumen atípico tendría origen en la postergación de la **liquidación por los feriados de lunes y martes**. Dado el *blend* 80/20% y considerando que US\$500 millones se habrían liquidado en el MULC, deducimos que **alrededor de US\$125 millones se habrían canalizado por el mercado financiero, lo que contrasta con un promedio de US\$80 millones diarios la semana anterior**. Al igual que ocurrió con la oferta, la demanda privada trepó de US\$181 millones el jueves y US\$200 millones el viernes a US\$245 millones ayer. No descartamos que se haya tratado de un día atípico por el feriado ni tampoco que las PyMES importadoras con deudas por hasta US\$500.000 hayan empezado a acceder al MULC. Vale recordar que a partir del 14/02 y hasta el 09/03 podrán acceder por los primeros US\$50.000.

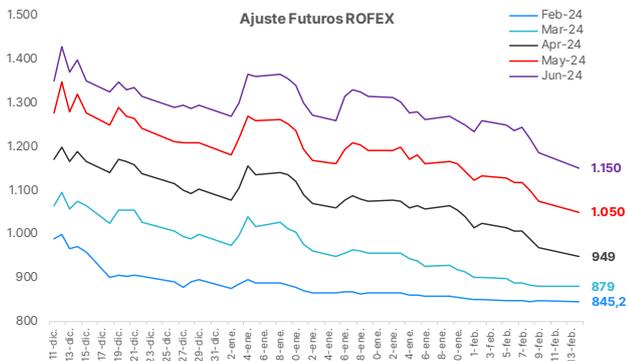
Volumen operado atípico en el spot de MAE



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

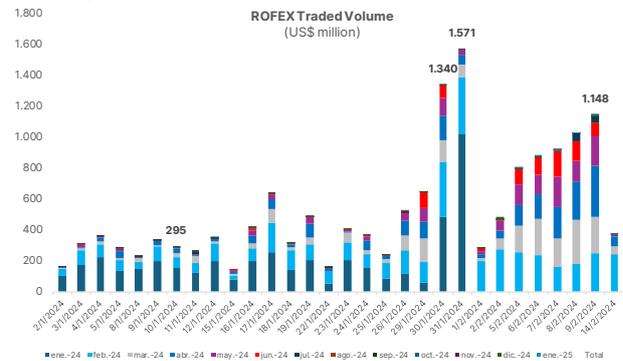
Por último y en línea con la compresión de la brecha cambiaria, los futuros de dólar cerraron con fuertes bajas a lo largo de la curva. Precisamente, **las posiciones más próximas a vencer, febrero y marzo, cedieron apenas 0,1% y 0,2%, respectivamente, mientras que las de abril en adelante se hundieron entre 2% y 3,1%**. No obstante, destacamos que estas bajas se dieron prácticamente sin volumen operado en las posiciones de marzo en adelante, a contramano de lo que venía ocurriendo desde el 02/02.

Fuerte baja de los futuros de dólar de ROFEX



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

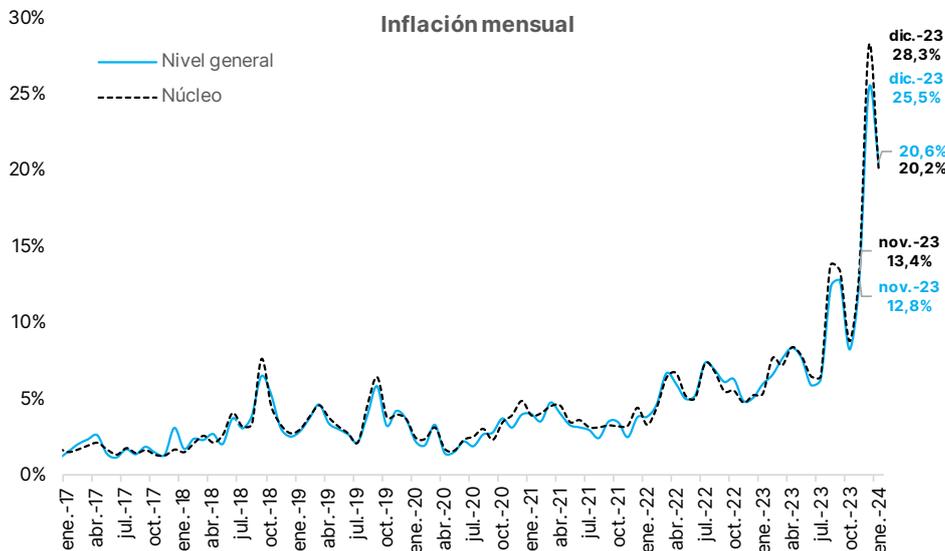
Bajo volumen operado en todas las posiciones de marzo en adelante



La inflación fue 20,6% en enero, exhibiendo una desaceleración algo mayor a la esperada
La inflación se desaceleró a 20,6% en enero desde el récord de 25,5% en diciembre, alcanzando el segundo nivel más alto desde febrero 1991. Tal como se preveía, lo positivo del dato fue la confirmación de la **no espiralización tras la devaluación** récord del 13/12, sino más bien el inicio de una tendencia a la baja. Vale recordar que diciembre dejó un fuerte arrastre estadístico de entre 11 y 14 puntos porcentuales (esto es, si los precios se hubieran mantenido sin cambios entre el 1º y el 31 de enero, la inflación hubiera sido de 11/14%). Más positivo que lo sucedido con la general, **la inflación núcleo**, reflejo de la tendencia inflacionaria al excluir precios estacionales y regulados, **cedió a 20,2% desde un pico de 28,3% en diciembre**. Como esperábamos, la inflación

general superó a la subyacente debido a **regulados saltando de 20,7% a 26,6%** y estacionales **manteniéndose en 16,2%**.

La inflación se desaceleró en enero



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

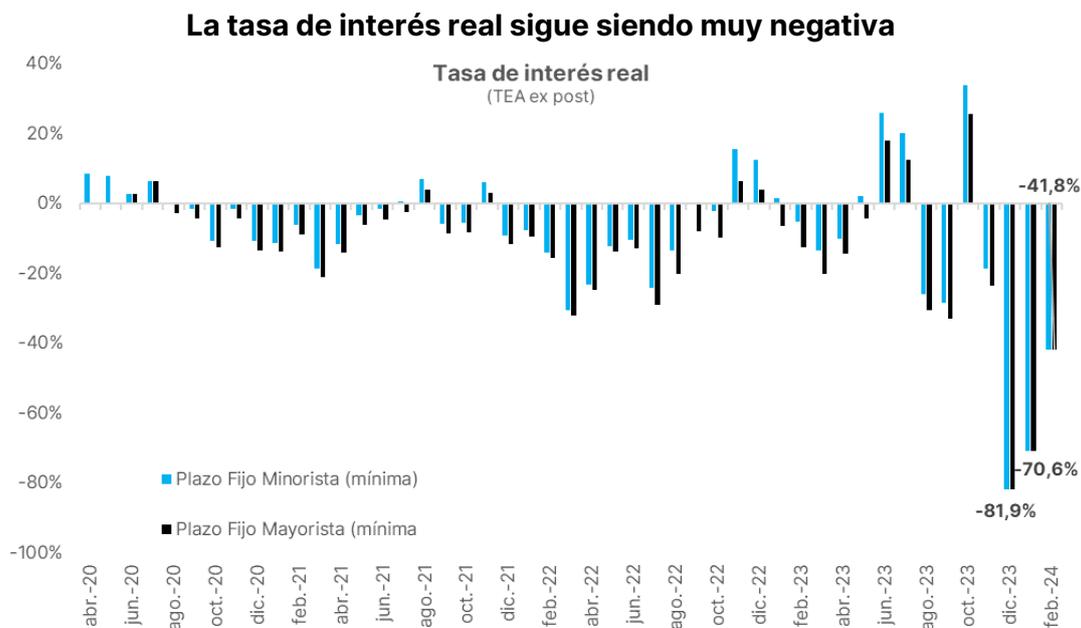
Una vez más, el mercado sobreestimó el dato de inflación, por lo que **la desaceleración de precios está siendo más marcada de lo previsto a costa de una recesión más profunda que la esperada inicialmente** (la demanda “no convalidó” los aumentos de precios). Precisamente, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) esperaba que la inflación general recortara a 21,9% con (el top 10 a 22%) y que la inflación núcleo viajara al 22,9% (23,1% respectivamente). Por ende, la inflación de enero estuvo más en línea con las mediciones de alta frecuencia, que se ubicaban en torno a 20%, nivel que Caputo había insinuado en su cuenta de X.

Mirando hacia adelante, **prevemos una desaceleración inflacionaria tanto de la general como de la núcleo en febrero, aunque con la segunda descendiendo más rápido**. En febrero la suba de regulados provocaría esta divergencia. A modo de ejemplo, el actual aumento de transporte en el AMBA (boleto de tren y colectivo) tendría una incidencia de aproximadamente 4 puntos porcentuales en el IPC Nacional.

Como fundamento a nuestra hipótesis, los datos de alta frecuencia son alentadores, denotando que la tendencia de desaceleración inflacionaria se consolida. Tras el aumento de tarifas en la primera semana del mes, la inflación general desaceleró a la zona de 2% semanal desde niveles superiores a 5%. En tanto, la inflación subyacente trepó en el margen, de 1,8% a 2,5%, aunque hilvana su cuarta semana consecutiva por debajo de 3%. **En caso de que la core persista por debajo de este umbral y la general se ubique en torno a 2% en lo que resta del mes, la inflación general de febrero podría rondar 14%, mientras que la subyacente acercarse a 10/11%**. Por ende, podría volver a ubicarse muy por debajo de lo esperado por el REM para febrero (18% general y 18,2% núcleo).

A pesar de la desaceleración inflacionaria, **la tasa de interés real sigue siendo muy negativa, lo cual implica un riesgo para consolidar una tendencia a la baja**, ya que atenta en contra de una recuperación sostenida de la demanda de dinero. Con una inflación de 20,6% en enero, **la tasa real ex post de un plazo fijo fue de -70,6% anual o -9,6% mensual**, mejorando desde un mínimo

histórico de -81,9% anual o - en diciembre. **Si la inflación fuera 14% en febrero, la tasa real sería -41,8% anual o -4,3% mensual.** El eventual canal para un rebrote inflacionario sería un recalentamiento del CCL (por la tasa negativa), que derivaría en un ensanchamiento de la brecha cambiaria y una suba de las expectativas devaluatorias. Los movimientos del mercado en la rueda de ayer (CCL cayendo 4,5%, la brecha recortando a 40,9% y los futuros hundiéndose entre 2% y 3,1% diario) nos alejan de este escenario.

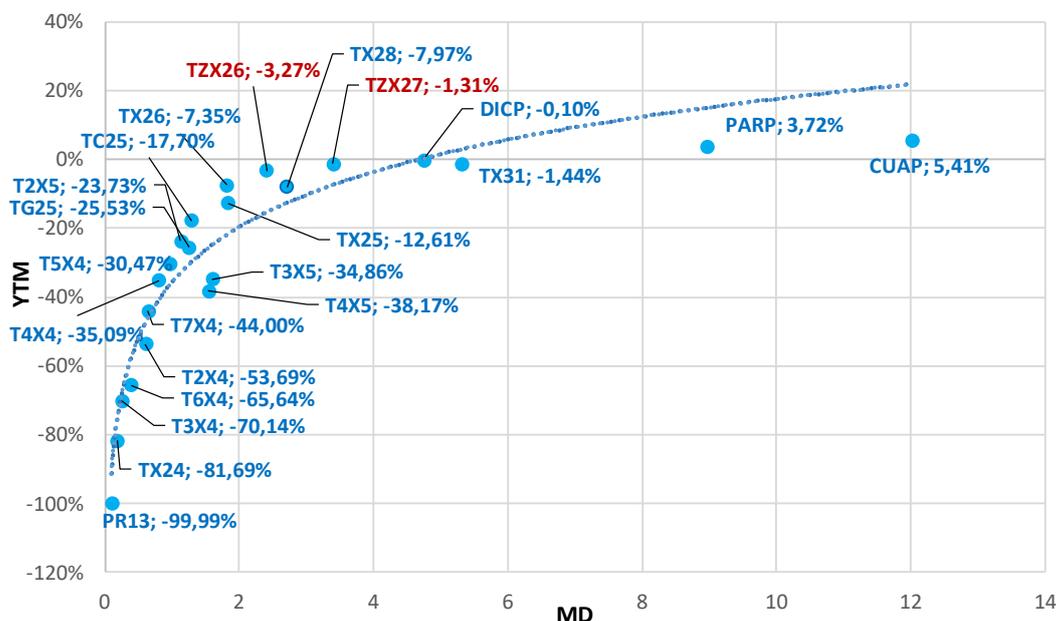


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Tenemos las condiciones de la próxima licitación: ¿qué esperamos?

El Tesoro anunció las condiciones de la próxima licitación del Tesoro que tendrá lugar este viernes. Los vencimientos escalan a \$2,4 billones (86,8% privado), explicados principalmente por la LECER de febrero (X20F4). El menú está compuesto totalmente por reaperturas de títulos CER. **Se ofrece la letra que vence en mayo (X20Y4) y los BONCER que caducan el 30 de junio de 2026 (TZX26) y el 30 de junio de 2027 (TZX27).** Como pensábamos, la inflación de enero, que se conoció ayer (20,6%), tuvo influencia en el menú que ofreció Finanzas. Precisamente, se compone por los mismos BONCERES de la última subasta acompañados de una letra con el mismo tipo de ajuste. Para esta oportunidad, creemos que todos los instrumentos podrían captar un notable interés por parte del mercado, ya que la presencia de los bancos debería ser considerable. En este sentido, dichas entidades pueden licitar *puts* de los títulos ofrecidos más largos. Mirando la curva, **el TZX26 podría ser una alternativa interesante** si el Tesoro ofrece una tasa superior a la del mercado secundario (cerró en CER -3,3% TIR ayer). Vale la pena resaltar que en la última subasta en la que se ofrecieron estos bonos CER cero cupón el Tesoro fue generoso con las tasas.

Curva soberana de bonos CER al cierre ayer



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

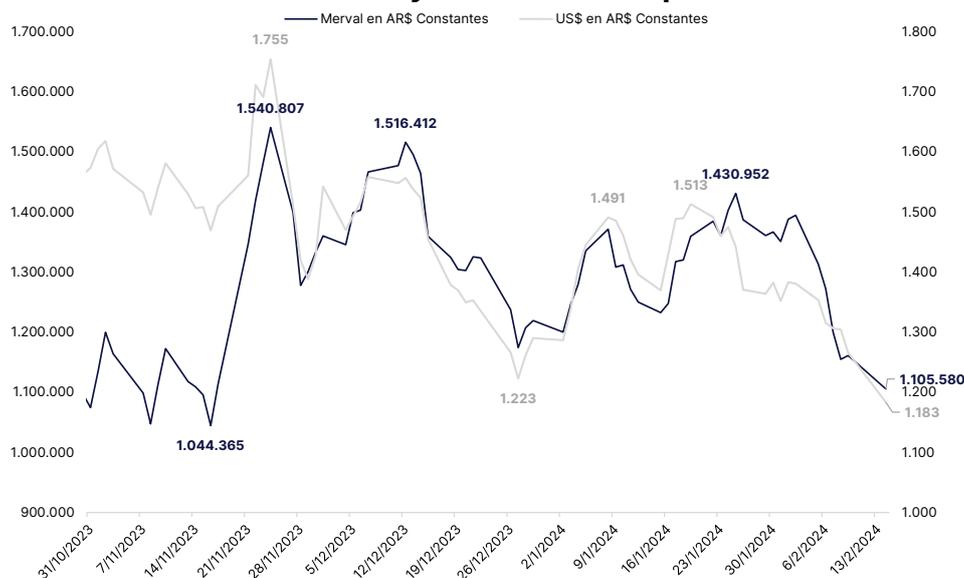
Por otro lado, **Finanzas anunció ayer en el Boletín Oficial un canje al sector público de la letra CER que vence este mes (X20F4) por el BONCER que caduca en noviembre de 2025 (TX25).** Sobre este punto, al ser los vencimientos menores a \$2,4 billones y esperarse un buen resultado en la licitación, el financiamiento neto positivo podría ser mucho más favorable que al previsto inicialmente.

A contramano del CCL, el Merval arrancó la semana al alza

Ayer el Merval medido en pesos bajó un 2,0% con respecto al cierre del viernes pasado. En el panel líder operaron en positivo únicamente COME (+3,2%) y GGAL (+1,3%), mientras que las mayores pérdidas estuvieron en ALUA (-5,4%), TGNO4 (-4,7%) y BYMA (-4,4%). No obstante, **medido en dólares, el índice de acciones locales creció 1,9% en la jornada de ayer hasta alcanzar los US\$934.** Esta divergencia entre el Merval medido en pesos y en dólares se debe a la fuerte baja del dólar CCL de la jornada de ayer. El tipo de cambio implícito de las acciones argentinas se redujo en un 3,85% hasta los \$1.183 por dólar. **Así, en lo que va del mes de febrero el tipo de cambio se retrajo un 9,7%.** Como están las cosas, vemos que el Merval medido en US\$ prácticamente no tuvo variaciones desde el comienzo del año, a pesar de que el tipo de cambio US\$ CCL aumentó un 18,27%. **Ello demuestra que las acciones han cumplido correctamente su objetivo de cobertura a lo largo del año, pero que el upside que habían logrado captar se desvaneció tras el revés de la Ley Ómnibus.**

En la misma sintonía que el Merval en dólares, la mayor parte de los ADRs cerraron la rueda de ayer en verde. Las mayores subas estuvieron en EDN (+6,4%), SUPV (+4,3%) y VIST (+3,6%). Por su parte, solamente TGS (-1,7%) y BIOX (-0,4%) terminaron el día en negativo.

El Merval y el dólar van a la par



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

En lo que respecta a los eventos de índole política que afectan a las acciones, el presidente de la República, Javier Milei, reiteró ayer en una entrevista televisiva que **“sigue con la idea de dolarizar la economía”**. En este sentido, destacó que el Banco Central ha comprado cerca de US\$7.000 millones, desde que se instaló la nueva gestión en la calle Reconquista. En sus palabras, este monto sería equivalente a casi la totalidad de la base monetaria, aunque dicha afirmación ignora ciertos aspectos que aún no permitirían llevar a cabo la dolarización.

Por otro lado, **la relación con los gobernadores continúa tensándose, lo que complica incluso un poco más la capacidad de pasar leyes por parte del oficialismo**. El gobernador de Córdoba, Martín Llaryora, sostuvo que el presidente tiene que hablar con los líderes de las provincias y [le pidió a Milei que se disculpe](#). En otra línea, los gobernadores de Neuquén y Río Negro presentaron una acción conjunta por las concesiones hidroeléctricas, en la que solicitan que la Nación se abstenga de otorgar cualquier tipo de concesión, prórroga o autorización relacionada a los complejos hidroeléctricos sin el consentimiento de las provincias. **Es evidente que el tire y afloje entre Nación y las provincias no cede porque nadie quiere ceder terreno. Según comentarios del presidente, apuntarían a conseguir mayor apoyo legislativo en las elecciones de medio término para poder llevar a cabo las reformas profundas.**

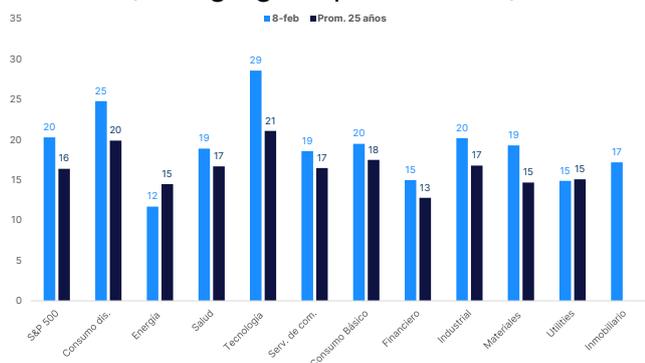
El S&P 500 nuevamente supera los 5.000 puntos

Tras conocerse el dato de inflación de Estados Unidos y en un contexto donde el S&P 500 había superado los 5.000 puntos, **el martes, los principales índices bursátiles finalizaron la jornada en terreno negativo**. El Nasdaq retrocedió 1,56%, mientras el S&P 500 y el Dow Jones hicieron lo propio en 1,37% y 1,35%, respectivamente. Más allá de la fuerte caída ese día, **ayer los principales índices recuperaron parte de las pérdidas**. De esta manera, ayer el Nasdaq avanzó 1,3%, seguido de cerca por el S&P 500 y el Dow Jones que subieron 0,96% y 0,4%, respectivamente. En esta línea, **el S&P 500 de las últimas 15 semanas, 14 consecutivas fueron al alza** (algo que no sucedía desde 1972) para alcanzar los 5.026 el viernes pasado (el martes cerró en 4.953 y ayer en 5001). Esta dinámica se vio acompañada de un P/E del S&P 500 elevado, donde superó la barrera del 20, situándose en 20,3 el 8 de febrero. De esta forma, **8 de los 10 sectores que componen el índice superan su P/E histórico (promedio 25 años)**.

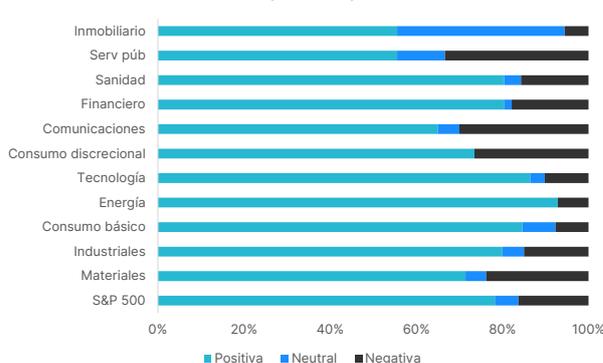
Si bien los precios suben a un mayor ritmo que la proyección de ganancias por acción (EPS), la temporada de ganancias del 4T23 viene superando las expectativas de los analistas. De este modo, **en el 4T23 el porcentaje de empresas del S&P 500 que informan sorpresas positivas en los earnings está por encima del promedio de 10 años, aunque por debajo del promedio de los últimos 5 años.** Es decir, la situación de las empresas es sólida, sin embargo, no es algo que no haya sucedido en el pasado. Mirando hacia adelante, los analistas esperan un crecimiento de los earnings del 4% anual para el primer trimestre de 2024 y del 9,1% para el segundo trimestre de 2024. Así, **para el año calendario 2024, los analistas están proyectando un crecimiento de los earnings del 10,9% interanual.**

En conclusión, si bien la situación de las empresas norteamericanas es buena en un contexto de tasas altas, parecería que el *bull market* está siendo impulsado por la expectativa de que la Reserva Federal recorte la tasa de interés en el corto plazo. De este modo, **la probabilidad de observar el primer recorte de la tasa de referencia en junio pasó de 59,6% el martes (día que se conoció el dato de inflación) a 71,2% hoy.**

Evolución del P/E del S&P 500
(Desagregado por sectores)



Sorpresa en los earnings
(4T23)



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

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

📞 0800 345 7599

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.