

09 de diciembre de 2024

Perspectivas de la semana

ppi

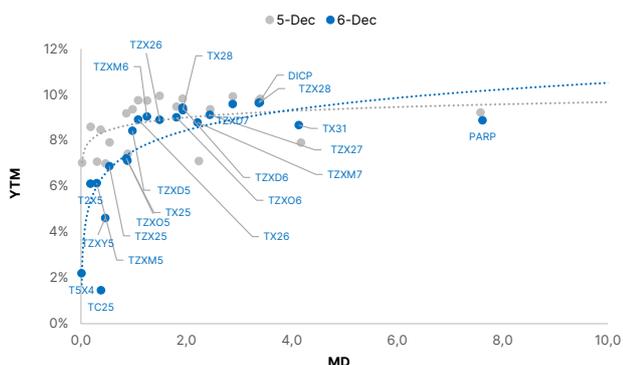
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

¿Cómo arrancó el último mes del año la renta fija local?

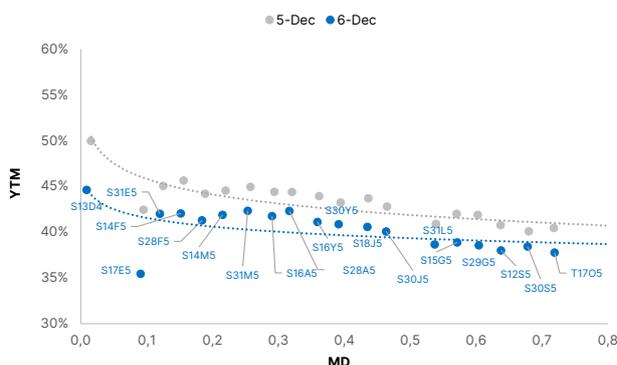
Tras la decisión de reducción de tasas del Banco Central el jueves por la noche ([ver Daily del viernes](#)), los instrumentos a tasa fija repuntaron junto con los títulos ajustados por inflación. Como destacamos, si bien la estrategia del Central se da en un contexto de desaceleración inflacionaria, creemos que la entidad intenta apuntalar nuevamente la baja de tasas de la economía, con el objetivo de contener la baja observada en los rendimientos del mercado secundario semanas atrás.

El recorte de tasas generó que tanto los BONCAPs como las LECAPs corrigieran al alza el viernes, por lo que cortaron la tendencia a la baja de hace ya varias jornadas en un periodo del año caracterizado por demanda de liquidez. En este sentido, avanzaron entre 0,7% y 1,4% la semana pasada. El tramo largo de la curva fue el más favorecido: las TEM a partir del tercer trimestre del 2025 comprimieron al rango 2,72%/2,77%. Los bonos CER también rebotaron el viernes, aunque no corrieron la misma suerte si observamos los movimientos de la semana: descendieron en promedio -1,1%.

Curva de bonos CER
(del 5-12 al 6-12)



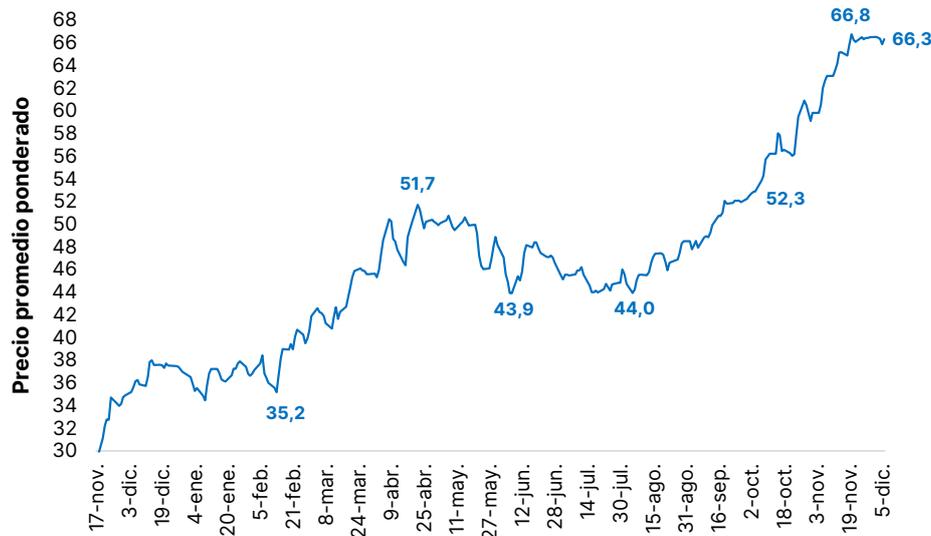
Curva de instrumentos a tasa fija
(del 5-12 al 6-12)



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

Respecto al universo de deuda *hard dollar*, los Globales cedieron solo 0,3% en la semana, gracias a un repunte de las cotizaciones el viernes (+0,7%). En esta línea, su precio promedio ponderado por *outstanding* cerró en US\$66,3 frente a los US\$66,5 del viernes anterior. Cabe resaltar que la caída no fue uniforme: el tramo corto de la curva quedó en terreno positivo, mientras la parte media-larga fue la más afectada. El GD30 y GD29 subieron 0,4% y 0,5%, a la par que el resto de la curva descendió en promedio 0,4%.

Precio promedio ponderado de Globales



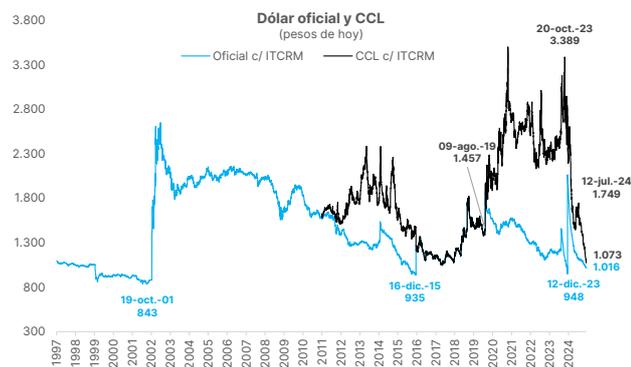
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Clave: hoy se publicarán las condiciones de la última subasta del año que tendrá lugar este miércoles 11. En esta oportunidad, vencen aproximadamente \$6,2 billones, explicados principalmente por la LECAP S31D4 y el T5X4. Sería esperable que el recorte de tasas anunciado por el BCRA en la previa de la licitación del Tesoro extienda el rebote en las curvas de pesos, tal como sucedió el viernes. Si este escenario se concreta, podría influir en el menú que Finanzas ofrezca. A su vez, es importante considerar la necesidad de liquidez de los bancos en un contexto de creciente demanda de pesos. Dirigiéndonos a la deuda en dólares, tras tres jornadas consecutivas de descensos, el viernes los Globales atenuaron una semana a la baja. Como resaltamos en nuestros informes, tras cinco meses consecutivos de retornos positivos, de los cuales los últimos tres fueron increíbles, nos parece lógico observar leves movimientos a la baja. Como mencionamos en *“Breve recorrido por los mercados internaciones”*, esta semana en Estados Unidos se conocerá el IPC de noviembre y el jueves el IPP, lo que podría tener un correlato en los mercados de deuda emergente/frontera.

La reacción del CCL a la baja de tasas

Nos llamó la atención la reacción del CCL a la baja de la tasa de política monetaria de 35% a 32% TNA realizada el jueves por la noche. El viernes cayó 1,6% de \$1.090 a \$1.073, el menor nivel en términos reales (ajustado por el ITCRM) desde mediados de junio 2017, casi un año antes del *Sudden Stop* de la administración Macri. De esta forma, la brecha cambiaria marcó no sólo un nuevo mínimo en la era Milei, sino que también desde fines de agosto 2019, cuando se reinstauró el cepo tras el resultado de las PASO de aquel año.

CCL en el menor nivel real desde junio 2017



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

Brecha en mínimos de este cepo cambiario



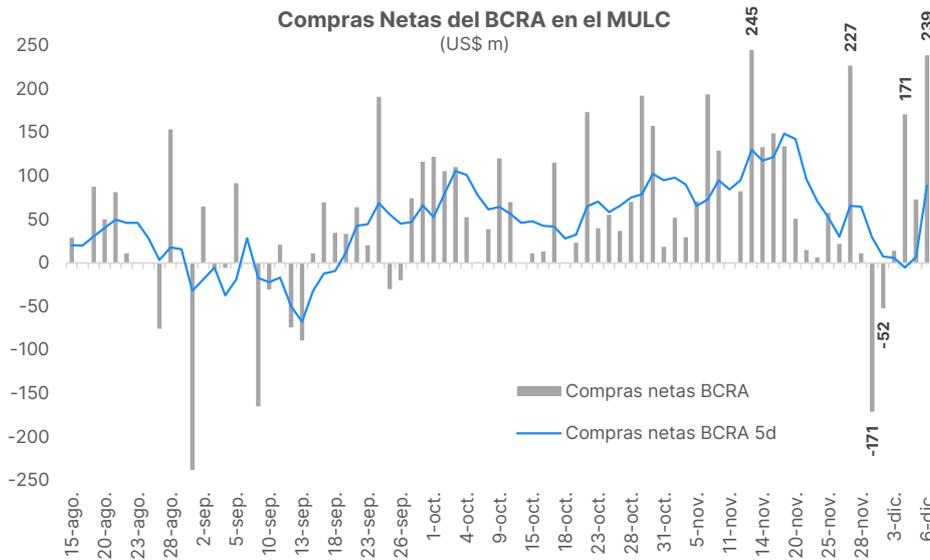
Consideramos que esta fuerte baja del CCL no sería producto de intervención oficial, sino más bien de flujos vendedores genuinos. Ante la expectativa de que el *crawling peg* se reduzca de 2% a 1% mensual si la inflación ronda el 2,7% de octubre en noviembre y diciembre (hoy al mediodía sale IPC CABA de noviembre y este miércoles se conocerá el IPC nacional), ciertos inversores podrían ver espacio para que las tasas en pesos sigan comprimiendo.

Más allá de que se espere un recorte adicional de la tasa en línea con una desaceleración del *crawl* y la inflación, es esencial para la sostenibilidad del esquema cambiario que se garantice un *spread* atractivo entre la tasa en pesos y el ritmo de devaluación. Tanto exportadores como importadores tendrían incentivos para extender el *carry trade* mientras se sostenga este *spread* y el BCRA muestre reservas líquidas elevadas, estimadas en US\$14.300 millones entre dólares y bonos del Tesoro americano al 04/12.

Como mencionamos en nuestro último [Perspectivas](#), los datos publicados en el “Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario” de octubre mostraron que el déficit de cuenta corriente privado fue menor a lo previsto, gracias a que el *carry* jugó a favor del superávit comercial. Es decir, los exportadores adelantaron liquidación (mayor registro desde mayo, en contra de la estacionalidad), a la par que los importadores retrasaron el pago de la mercadería (el ratio importaciones devengadas sobre base caja de 93% cuando el BCRA había plasmado que podía llegar a 150% dado el solapamiento de las cuotas del esquema importador ante el acortamiento de plazos).

Clave: es tan clave para el esquema cambiario que el *carry trade* siga como que los flujos financieros del blanqueo vayan canalizándose hacia préstamos. Lo primero maquilla el déficit de cuenta corriente privada, mientras que lo segundo garantiza un superávit financiero que más que compensa el desequilibrio de la cuenta corriente. En definitiva, estas fuerzas son las que permiten que el BCRA continúe extendiendo su racha compradora en el mercado oficial. Al respecto, compró US\$445 millones en lo que va de diciembre, gracias a la compra de US\$239 millones del viernes, el mayor registro positivo desde el 13/11. En tanto, adquirió US\$3.977 millones desde mediados de septiembre.

La mayor compra del BCRA desde mediados de noviembre



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

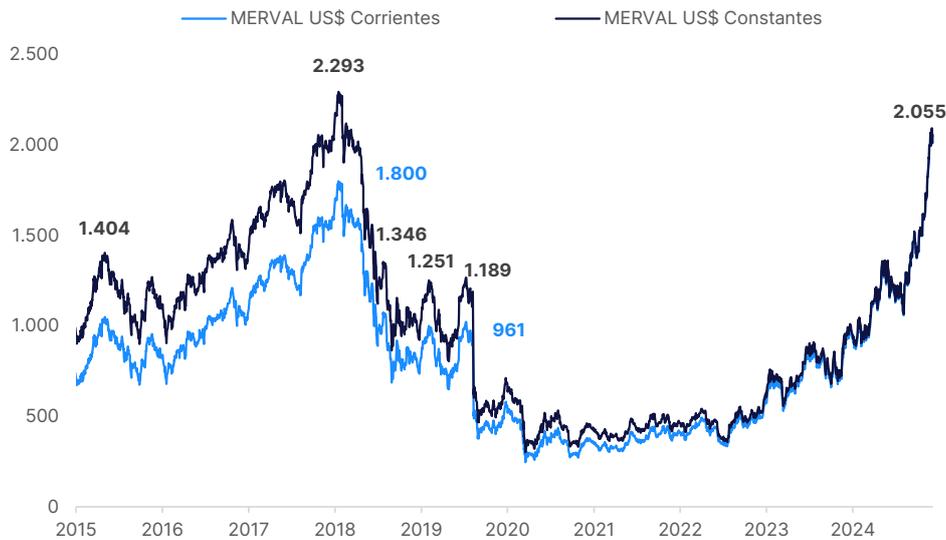
El Merval inició diciembre con el pie derecho

En la primera semana del último mes del año, el Merval no solo alcanzó un nuevo máximo en la era Milei (US\$2.090), sino que, cuando todo indicaba que se aproximaba una corrección, pidió la revancha y cerró 0,3% al alza en la semana, respecto al cierre de noviembre. De esta manera, con la suba del viernes de 1,0%, finalizó en US\$2.055. Cabe destacar el papel que jugó el tipo de cambio, si bien el índice en pesos bajó 0,4%, el CCL retrocedió 1,4%, lo que tornó positiva la variación en dólares.

En esta línea, el viernes, en la bolsa porteña la mayoría de las acciones terminaron en terreno negativo. Entre las pocas que terminaron en verde se destacaron EDN (+3,5%), TRAN (+2,5%) y TGNO4 (+1,2%). Del otro lado, IRSA (-2,9%), ALUA (-2,8%) y METR (-2,5%) registraron las mayores pérdidas. Por su parte, en el exterior se observaron más subas que bajas. Entre los primeros ADRs se destacaron GLOB (+3,2%), EDN (+2,8%) y BBAR (+2,2%), mientras que entre las bajas sobresalieron IRS (-2,5%), VIST (-2,0%) y TEO (-1,8%).

Volviendo al Merval, este se mantiene en zona de máximos. Es más, para superar su mayor marca histórica de enero de 2018, actualizada por la inflación, debería trepar un 11,5% adicional al cierre del viernes. En este sentido, frente a la renta fija soberana, que parece haber iniciado una leve corrección, el índice comienza a parecer relativamente caro. De hecho, si tomamos la relación con el riesgo país de los últimos dos años, un Merval de US\$2.055 se condice con un riesgo país más cercano a los 600 puntos básicos que a los 769 actuales. Vale destacar que, por su naturaleza, los bonos soberanos tienen un límite de apreciación y una compresión adicional del riesgo país que requerirá de tiempo y resultados. A esto se agrega que estamos incluyendo como base de comparación un año atípico, como el 2023, con condiciones sustancialmente distintas a las actuales.

El Merval subió 0,3% en la primera semana de diciembre



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

Clave: el Merval parece haber quedado relativamente apreciado frente a otros *asset class* como los Globales. Sin embargo, las perspectivas parecen más que positivas para el *equity* con una serie de proyectos de desarrollo en sectores estratégicos como *Oil&Gas* y minería. En la última semana, el vertiginoso rally que mostró el índice desde agosto parece haber perdido fuerza. De aquí en adelante podremos ver si se mantiene en estos niveles o, por el contrario, llega la corrección al índice. En tanto, el mercado de renta fija corporativa local también parece haber perdido impulso, lo que resulta lógico luego del blanqueo. Por último, en el plano internacional, estaremos atentos a los resultados de Pampa Energía con su nueva emisión internacional que cierra hoy.

Breve recorrido por los mercados internaciones

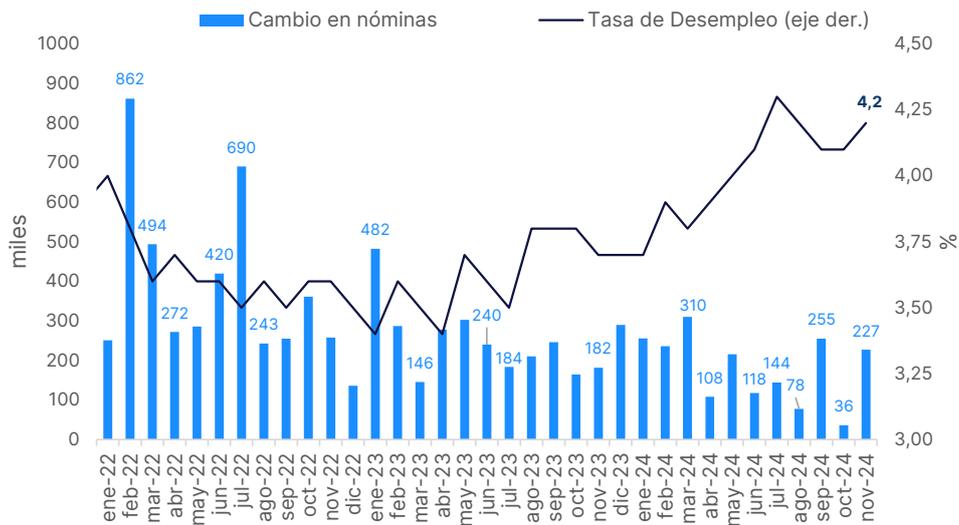
La tensión en el Medio Oriente vuelve a escalar. El régimen del presidente sirio Bashar al-Assad cayó en manos de los rebeldes tras varias décadas de sostenerse el poder. Se cree que Assad y su familia huyeron a Moscú, pero, a este momento, sus paraderos se desconocen. Luego de 12 días de ofensiva, la coalición rebelde puso fin a una brutal dinastía que comenzó en el año 2000 con Bashar pero en 1971 con su padre Háfes. Antes esto, los precios del petróleo comienzan el día al alza. El crudo WTI y el Brent ascienden 1,3% y 1,1%, respectivamente.

Por otro lado, China abrió una investigación sobre Nvidia por sospechas de violación de las leyes de antimonopolio. La Administración Estatal para la Regulación del Mercado inició una investigación sobre el comportamiento reciente de la compañía según informó la Televisión Central de China. Además, desde Washington, prohibieron a la empresa vender sus semiconductores más avanzados a compañías chinas, limitando su capacidad para desarrollar servicios de IA. En este contexto, las acciones de Nvidia caen 1,9% en el *premarket*.

¿Qué novedades tuvimos sobre la macro en Estados Unidos? El viernes pasado se publicó el *job report* de noviembre. La tasa de desempleo se situó en 4,2% en noviembre, por encima de lo esperado y del dato anterior (ambos en 4,1%). En paralelo, las nóminas no agrícolas subieron desde 36 mil en octubre a 227 mil, superando las expectativas del mercado (220 mil). Por su lado, la tasa de participación cayó desde 62,6% a 62,5%, cuando se esperaba que se expanda a 62,7%. En este marco, y sumado a las declaraciones de Trump sobre la permanencia de Jerome Powell -

presidente de la Fed-, el mercado ahora se siente más cómodo descontando una baja de 25 pbs el miércoles 18 de diciembre. La probabilidad asignada a este escenario avanzó del 66% el 29 de noviembre al 87% hoy. Además, el mercado ajustó sus expectativas para 2025, pasando de descontar 50 pbs adicionales en recortes de tasas a 75 pbs hoy. Tras el aumento en la tasa de desempleo, a la Reserva Federal le resultará más difícil adoptar un discurso *hawkish*.

Evolución del mercado laboral
(job report de noviembre)



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

Clave: el foco de esta semana estará puesto sobre la inflación. El miércoles se publicará el IPC de noviembre y el jueves el IPP del mismo mes. Esto puede llegar a generar algo de ruido ya que se espera una aceleración de la general de 0,2% a 0,3% y que la *core* se ubique en 0,3%. Si estas expectativas se cumplen, noviembre sería el tercer mes consecutivo en el que la inflación mensual anualizada corre por encima del *target* de la Fed del 2% anual.

Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
2-dic	US	ISM Manufacturero	Nov	48,4	47,6	46,5
	AR	Recaudación Fiscal	Nov	\$13,03B		\$12,78B
	BR	PMI Manufacturero	Nov	52,3		52,9
3-dic	US	Vacantes de empleo JOLTS	Oct	7744K	7470K	7443K
	BR	PBI QoQ	3T	0,9%	0,8%	1,4%
	BR	PBI YoY	3T	4,0%	3,9%	3,3%
4-dic	US	Órdenes de Bienes Durables	Oct	0,3%		0,2%
	US	Pedidos de Fábrica	Oct	0,2%	0,4%	-0,5%
	US	Cambios de Empleo ADP	Nov	184K	158K	233K
	BR	Producción Industrial MoM	Oct	-0,2%	0,2%	1,1%
	BR	Producción Industrial YoY	Oct	5,8%	6,3%	3,4%
5-dic	AR	Relevamiento de Expectativas de Mercado	Nov	-	-	-
	US	Balance Comercial	Oct	-\$73,8B	-US\$74,9B	-US\$84,4B
6-dic	AR	IPI Manufacturero	Nov	-0,8%		2,6%
	AR	Indicador de la Actividad de la Construcción	Nov	-4,0%		2,4%
	US	Tasa de Desempleo	Nov	4,2%	4,2%	4,1%
	US	Cambios en las Nóminas no Agrícolas	Nov	227K	220K	12K

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
9-dic	AR	Llamado de Licitación del Tesoro	Dic	-	-	-
	AR	IPCBA MoM	Nov			3,2%
10-dic	BR	IBGE Inflación IPCA MoM	Nov		0,35%	0,56%
	BR	IBGE Inflación IPCA YoY	Nov		4,38%	4,76%
11-dic	JAP	IPP MoM	Nov		0,2%	0,2%
	AR	Licitación del Tesoro	Dic	-	-	-
	AR	IPC MoM	Nov		2,8%	2,7%
	AR	IPC Núcleo MoM	Nov		2,7%	2,9%
	US	IPC MoM	Nov			0,2%
	US	IPC YoY	Nov			3,3%
12-dic	BR	Tasa Selic	Dic		12,0%	11,25%
	US	IPP MoM	Nov			0,2%
	US	IPP YoY	Nov			2,4%
	US	Peticiones Iniciales De desempleo	Dic			224K
	US	Reclamos Continuos	Dic			1871K
13-dic	AR	Liquidación de Licitación	Dic	-	-	-
	JAP	Producción Industrial MoM	Oct			3,0%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meider@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@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

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Analyst
dvllassich@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@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.