

# INFORME SEMANAL N° 1.486

Estrategia Global y Local

13 de septiembre de 2024



Reconquista 575 3°, CABA,  
Argentina

+54 (11) 5032-0033

[delphosinv@delphosinv.com](mailto:delphosinv@delphosinv.com)

[www.delphosinv.com](http://www.delphosinv.com)

## S&P 500 – CUADRO DE CONTROL



Nota: la línea discontinua señala la posición del indicador en el informe anterior, si difiere de la actual.



La semana próxima se pronunciarán los bancos centrales de EEUU, Brasil, Inglaterra, y Japón (en orden cronológico). Los movimientos pueden ser importantes de cara al corto plazo, con inversores que se tornaron algo pesimistas, descontando una recesión que no vemos (en algunos activos, no en el S&P 500), y que jueves y viernes “mostraron” que quieren creer.

## RESUMEN EJECUTIVO

Hoy manda la actividad, que se desacelera sin entrar en recesión, y deja al mercado sujeto a unas oscilantes perspectivas de los inversores. Veamos por qué y con qué consecuencias.

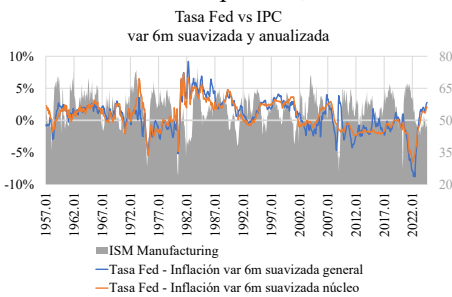
En el panorama local los activos argentinos cierran una muy buena semana, con el Riesgo PAIS en mínimos de varias semanas y el Merval en dólares subiendo casi 10% en lo que va del mes. El cabo “suelto” fue la venta de reservas del BCRA (US\$ 338 millones en la semana), lo que refleja los desafíos que implica el acortamiento de los plazos de pago de las importaciones. El dato de inflación minorista (4,2% m/m) estuvo por encima de lo esperado y mostró la resistencia de la inflación para quebrar la barrera del 4% m/m en medio de los cambios de precios relativos. Sin embargo, la reacción del mercado mantiene una visión optimista sobre el proceso de desinflación de cara al dato de septiembre y los meses siguientes.

# Idas y vueltas

## Coyuntura y el escenario dominante

### Política Monetaria (Tasa Real) e ISM Manufacturero

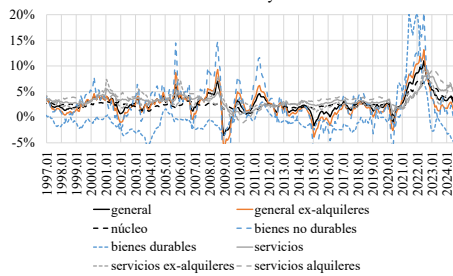
IPC: variación vs pm12m, anualizada



Fuentes de datos: FRED

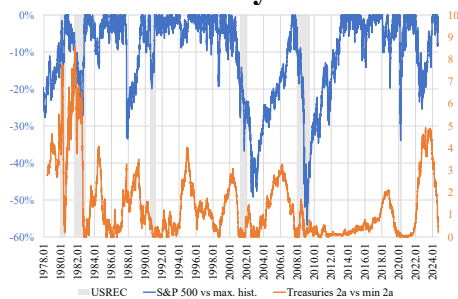
### IPC, principales grupos

Variación vs pm12m, anualizada



Fuentes de datos: FRED

### Tasas cortas y S&P 500



Fuentes de datos: FRED

**Empecemos por la conclusión: hoy manda la actividad, que se desacelera sin entrar en recesión, y deja al mercado sujeto a unas oscilantes perspectivas de los inversores. Y veamos por qué y con qué consecuencias.**

El dato de inflación minorista estadounidense para agosto, publicado el miércoles, no trajo mayores novedades. Nada que altere las dinámicas previas, con lo que no trajo razones para cambiar expectativas. Por ahora la desinflación sigue su curso.

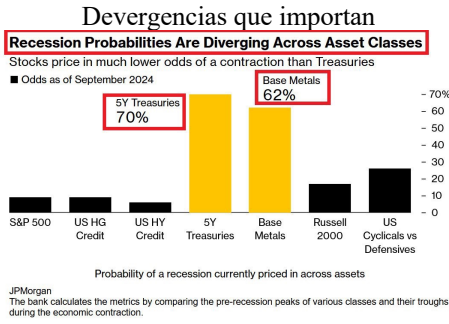
**En cuanto a la política monetaria, observamos que la coyuntura continúa favoreciendo una baja de tasas.**

**La tasa real construida con la inflación “semestral suavizada” está en zona de los mayores valores históricos. Nivel que sólo se mantuvo en períodos excepcionales: (1) el “Volkeriano”; y (2) períodos de fuerte crecimiento real -los ’60, y la globalización y la revolución de internet y de las comunicaciones de los ’90.**

**Y aún en estos últimos la Fed ha mostrado sensibilidad a la coyuntura. Bajó las tasas en el ‘66/’67, y en el ’70, y en los ‘90 durante el Tequila y la crisis asiática.**

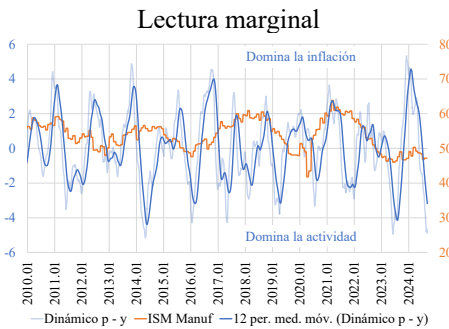
**La entonces probable baja de tasas de la Fed puede impulsar los mercados bursátiles. Pero esto será más probable si los inversores pasan a estar más tranquilos con la actividad, bajando las**

## Probabilidades de recesión en diferentes activos



Fuente: JP Morgan

## Factor Macro Dominante



Fuente: Delphos Investment

probabilidades de recesión percibidas (en las tasas, ver el gráfico Probabilidades de recesión en diferentes activos). El rebote de los últimos días de esta semana da para pensar que los inversores aún quieren ser optimistas, pero lo tomamos con pinzas por la elevada volatilidad implícita (vs la mediana vigente desde nov'23).

Siendo así, pueden ser cruciales para el corto plazo, además del movimiento de tasa que pueda hacer la Fed, sus proyecciones y la conferencia de J. Powell. El mensaje final más positivo transmitiría la conveniencia de la baja de tasas, sin mayores temores por el enfriamiento de la actividad.

De otro modo la baja de tasas es probable que: (1) no sea informativa, o (2) aumente la prudencia si, lleva a que los inversores duden más de la actividad (por ejemplo, por una baja cuya magnitud sorprenda).

**Los inversores están focalizados en la actividad. Es probable que esto continúe siendo así en el corto plazo, y que lo demás agregue ruido, pero no defina tendencia.**

**No obstante, la Fed puede dar el aire necesario para una mayor calma, ya que las expectativas en algunos activos sí descuentan una recesión (de acuerdo con JP Morgan).**

**Respecto de la probabilidad de recesión, que obviamente aumenta cuando la actividad económica se desacelera, hoy no vemos signos manifiestos de ella, ni que la hagan el escenario dominante. Ergo, es probable que los mercados continúen con las idas y vueltas que los caracterizaron luego de la**

**pandemia... Lo que deja abierta la puerta para un rebote también.**

En este sentido, también vale recordar que la semana próxima también se pronunciarán los bancos centrales de Brasil, Inglaterra, y Japón (en orden cronológico).

# La tendencia positiva no se mancha

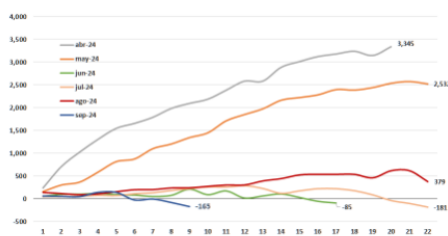
El riesgo PAIS volvió a mostrar un descenso de 76 puntos hasta los 1.407 puntos, el valor más bajo desde principios de junio, manteniendo la tendencia bajista iniciada desde principios de agosto. El anuncio del FMI del desplazamiento de Rodrigo Valdés de la supervisión del caso argentino es un síntoma de cierta mejora en el clima con el organismo internacional, lo que trajo mayor optimismo al mercado sobre un pronto acuerdo con Argentina. Los dólares financieros parecen haberse estacionado en torno a los \$ 1.250 (CCL)/\$1.225 (MEP) con la brecha cambiaria por debajo del 30%.

**Riesgo País**  
En puntos básicos



Fuente: Delphos en base a Bloomberg

**Compras netas del BCRA en el mercado oficial de cambios**  
Acum. a cada día hábil

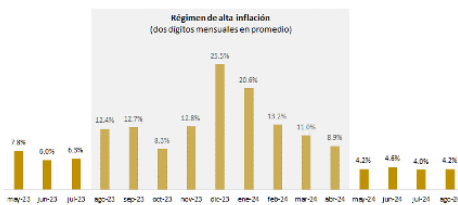


Fuente: Delphos en base a BCRA.

Por otro lado, el Banco Central cerró la semana con ventas por U\$S 338 millones, con saldos negativos en cuatro de las últimas cinco ruedas. En lo que va del mes las ventas netas en el mercado oficial de cambios suman U\$S 195 millones. El nuevo cronograma de pago de importaciones vigente a partir de agosto continúa incidiendo en el aumento de los pagos al exterior, lo que redundará en una caída de las reservas netas.

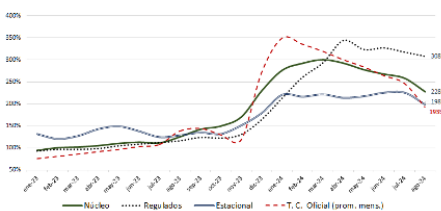
De esta manera el gobierno enfrenta un panorama financiero con mejoras tanto en los dólares financieros como en el riesgo PAIS, pero persisten algunas tensiones en el mercado de cambios oficial. Para evitar un mayor deterioro de las reservas, la oferta de dólares podría incrementarse por mayor financiamiento al gobierno (REPOs, org. Internacionales, etc.) o a empresas de primera línea. Ajustes adicionales al esquema

### Inflación minorista nacional Var. m/m



Fuente: Delphos en base a INDEC.

### Inflación núcleo, regulados, estacionales y t.c. oficial Var. interanual



Fuente: Delphos en base a INDEC.

cambiario no parece estar en agenda en el corto plazo. Aunque el presidente Milei podría trazar una ruta de acción en el frente cambiario cuando presente el Presupuesto 2025 el próximo domingo en el Parlamento.

El INDEC informó que la inflación nacional de agosto fue de 4,2% m/m (236,7% a/a), acelerando desde julio (4% m/m), superando nuestras expectativas y las del mercado. Las subas volvieron a estar encabezadas por los precios regulados (5,9% m/m), seguidas a corta distancia por la inflación núcleo (4,1% m/m) y por último los regulados (1,5% m/m). Es notable que la inflación núcleo también aceleró respecto de la medición de julio (3,8% m/m), lo que muestra una dinámica inflacionaria a la que le siguió costando en agosto quebrar el 4% mensual.

En términos interanuales, todas las categorías mostraron desaceleración, que fue mayor en la inflación núcleo y en los precios estacionales, lo que refleja el cambio de precios relativos a favor de los precios regulados. Es importante mencionar que todas las categorías se movieron en la comparación interanual por encima de la variación del tipo de cambio oficial, confirmando la continuidad del encarecimiento de los precios medidos en dólares oficiales. Esto resulta la contracara de la apreciación del tipo de cambio real multilateral, que en agosto volvió a tocar mínimos desde noviembre pasado. Este proceso probablemente siga empujando el incremento de las importaciones, junto con el proceso de recuperación de la actividad.

Los bienes (3,2% m/m) continúan mostrando una dinámica más afín al crawling peg del 2% m/m que los servicios (6,5% m/m), que fueron influidos por aumentos de precios regulados, servicios de

comunicaciones y alquileres (entre 6,9% m/m y 14,1% m/m según la región). En septiembre esperamos un descenso moderado de la inflación en torno al 3,5% m/m de forma muy preliminar considerando los aumentos de precios regulados anunciados y el posible efecto de la rebaja del impuesto PAIS en algunos productos (autos, materiales de construcción, etc.).

El mercado continúa anticipando una tendencia desinflacionaria. A pesar de que el dato de inflación del miércoles superó las expectativas, las reacciones de las curvas en pesos mantuvieron un tono optimista, posiblemente focalizando en el dato de inflación de septiembre. Las subidas en la curva Boncer fueron moderadas, mientras que la caída de las Lecaps fue leve, lo que indica que el mercado interpreta el dato de inflación más como un ruido de corto plazo que como un fracaso en la lucha contra la inflación.

En síntesis, los activos argentinos cierran una muy buena semana, con el Riesgo PAIS en mínimos de varias semanas y el Merval en dólares subiendo casi 10% en lo que va del mes. El cabo “suelto” fue la venta de reservas del BCRA (US\$ 338 millones en la semana), lo que refleja los desafíos que implica el acortamiento de los plazos de pago de las importaciones. El dato de inflación minorista (4,2% m/m) estuvo por encima de lo esperado y mostró la resistencia de la inflación para quebrar la barrera del 4% m/m en medio de los cambios de precios relativos. Sin embargo, la reacción del mercado mantiene una visión optimista sobre el proceso de desinflación de cara al dato de septiembre y los meses siguientes.

## Calendario Económico

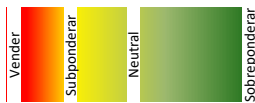
Países	Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
USA		<b>Ventas Minoristas (Ago)</b> <b>Produccion Industrial (Ago)</b>	<b>Decisión de tasa de la FED</b> <b>Discurso de Powell</b>	<b>Pet. Ini. desempleo.</b>	<b>Ventas de Vivienda de Segunda Mano (Ago)</b>
EU	<b>Balanza Comercial (Jul)</b>	<b>Sentimiento económico</b>			<b>Confianza del consumidor</b> <b>Discurso Lagarde</b>
EM			<b>(Br) Decisión de Tasa de Interés</b>		
ARG		<b>Indice del costo de la construcción (ICC) (Ago)</b>	<b>Informe de avance de nivel de actividad (2T)</b>		



# Anexo I

## Cuadro de Control

### “Termómetro” de referencia



### Lectura de los “termómetros”

Los “termómetros” permiten una lectura simple, rápida e integral de la coyuntura y perspectivas del mercado bursátil de referencia (S&P 500, “SPX”). Las conclusiones que extraemos buscan orientar la asignación estructural de activos y las posiciones técnicas, siempre en relación con el horizonte de planificación y otras particularidades de cada inversor, y junto a otras circunstancias del mercado.

Es así que la lectura de los termómetros es relativa a cada inversor y sus circunstancias:

- i. En su extremo izquierdo (zona roja) señalan probables bajas del SPX sugiriendo irse cortos (“shortearse”) a los inversores (o las carteras) más agresivos, y reducir fuertemente sus posiciones a los más conservadores o menos agresivos.
- ii. En su zona media izquierda (amarilla) aconsejan posiciones en el SPX por debajo del nivel de referencia de largo plazo para cada cartera.
- iii. En su punto medio indican una posición neutral, es decir posiciones técnicas acordes con la asignación estructural de activos de cada cartera, que probablemente para muchos inversores internacionales implique una posición comprada en el SPX.
- iv. Desde el centro (verde amarillento) hacia el extremo derecho (verde intenso) aconsejan una creciente ponderación del SPX, incluyendo el apalancamiento para las carteras más agresivas.

Asignamos un termómetro a cada uno de los grupos de factores que consideramos más significativos y perdurables por su influencia sobre los mercados bursátiles: valuaciones; ciclo de ganancias; y sentimientos y tendencias. Estos termómetros resumen la combinación de varios factores, pero no los agotan, y pueden operar cambios en el mercado que afecten su importancia. En nuestro análisis también podemos considerar, por diversas razones, factores que prefiramos utilizar como un input aparte para arribar a nuestras conclusiones.

### Valuación

**Encontramos que la valuación del mercado es tal vez el más importante determinante de sus retornos en el largo plazo (mercados más baratos ~ mayor retorno prospectivo),** que orienta la asignación estructural de activos y las oportunidades de rebalanceo, y que mantiene una significativa correlación con la magnitud de las correcciones, particularmente si tienen lugar en recesiones económicas (las mayores correcciones tienen a estar precedidas por mercados de mayores valuaciones). Sin embargo, la valuación del mercado tiene poco valor en la determinación de sus movimientos de corto plazo, en los ciclos de sus precios y en la duración de dichos ciclos.

Seleccionamos el ratio de precios a ganancias por acción (“P/E”) y la prima por riesgo de mercado (*equity risk premium*, “ERP”) como base de nuestra opinión respecto de la valuación del SPX.

### Ciclo de ganancias

**Las ganancias son la fuente que mueven y sostienen los negocios, y también los índices bursátiles. Hallamos que los momentos de mayor debilidad de los mercados tienden a relacionarse con caídas crecientes en las ganancias, y los de mayor fortaleza con las recuperaciones que siguen a dichas caídas.**

Utilizamos diversos indicadores para evaluar el ciclo de las ganancias, valiendo destacar: las ganancias del SPX en sí, las ganancias prospectivas estimadas, y las revisiones de los analistas en las diversas empresas que cotizan en EEUU. También observamos el comportamiento de las principales variables de la economía norteamericana, destacándose: producción industrial, ingreso real, empleo, y ventas reales.

### Sentimientos y tendencia

**En el corto plazo es crucial comprender la corriente del dinero, dominada por las opiniones y sentimientos de los inversores, determina y a veces también refleja la tendencia del mercado.** Utilizamos varios indicadores, muchos de los cuales tienen una interpretación precisa pero cuya lectura en conjunto requiere una evaluación integral de los mismos y de las circunstancias.