

24 de julio de 2023

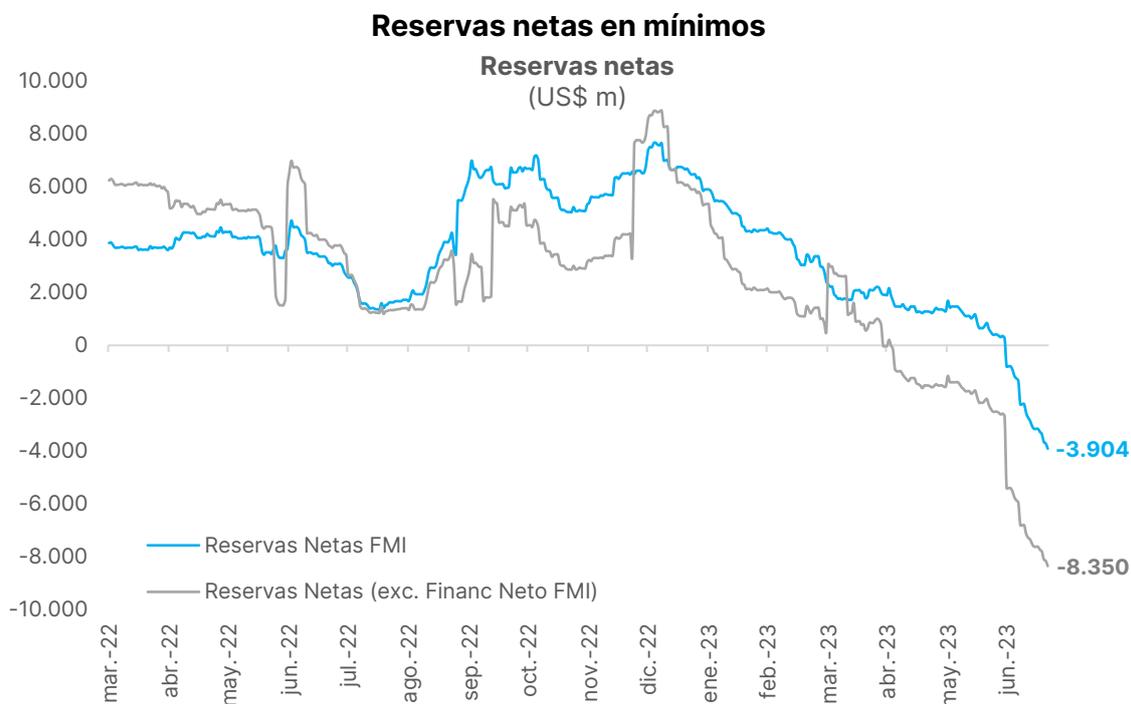
Perspectivas de la semana

ppi

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

Nuevas medidas en el frente externo y fiscal

Ayer el Fondo Monetario Internacional comunicó a través de su cuenta de [Twitter](#) que habrían llegado a un entendimiento con el gobierno argentino y que un acuerdo entre ambas partes estaría cerca. En otras palabras, se asentaron las bases, pero todavía no hay un *Staff Level Agreement*. Considerando que la revisión tiene que ser aprobada por el directorio (*Board*) del organismo, no dan los tiempos para que Argentina reciba el desembolso antes del 31/07 y afrontar los pagos del próximo lunes y martes por US\$3.400 millones con DEGs. Por lo tanto, lo más probable es que se le pague una vez más al FMI con yuanes. En concreto, se usaron el equivalente a US\$3.540 millones por el momento de los US\$10.000 millones activados del swap, por lo que hay margen para afrontar estos pagos con la moneda china. En consecuencia, las reservas netas caerán transitoriamente desde -US\$8.350 millones estimados a -US\$11.750 millones (asumiendo un MULC neutro) hasta que se destrabe el desembolso, en principio sólo de US\$4.050 millones, post elecciones PASO (13/08).



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

Mientras tanto, el equipo económico lanzó un paquete de medidas en el frente externo y fiscal. En cuanto a las exportaciones, el Programa de Incremento Exportador (PIE), conocido en la jerga como dólar “agro”, incrementó su tipo de cambio diferencial de \$300 a \$340 hasta el 31/08. Este nuevo valor se aplicará a exportaciones de girasol, sorgo, cebada y otras economías regionales. Si bien el borrador que circuló anoche del Ministerio de Economía incluye al maíz en esta nueva etapa del programa, todavía es una incógnita la inclusión del grano, ya que el decreto no lo menciona explícitamente, aunque podría ingresar. Este nuevo tipo de cambio diferencial implica una mejora de 26% respecto a los \$269 del dólar oficial al cierre del viernes e irá achicándose hasta el vencimiento del esquema. Esta mejora luce algo escueta en relación con la del lanzamiento del PIE 3, que fue de 42%. La liquidación de las economías regionales venía promediando US\$16 millones diarios desde el fin del dólar “soja” 3, totalizando apenas US\$543 millones en casi dos meses. Según el Ministerio de Economía, la liquidación potencial de esta nueva etapa del PIE es de US\$2.000 millones incluyendo el maíz, por lo que la adhesión del grano resulta determinante para el éxito del programa. En caso de que se compre 29% de lo liquidado

como ocurrió en el “soja” 3, las arcas del BCRA podrían acrecentarse en US\$580 millones, lo que es prácticamente imperceptible para un stock de reservas netas tan negativo. El lado “B” de incluir al maíz es que habrá un impacto inflacionario directo dado su incidencia en la cadena alimenticia argentina, a diferencia de la soja. Respecto a la oleaginosa, no fue incluida esta vez en el dólar diferencial. Quedando todavía unas 9,7 MTn por liquidar de la campaña actual, lo que equivale a alrededor de US\$5.400 millones a los precios internacionales actuales, es probable que el gobierno esté guardando esta carta para más adelante.

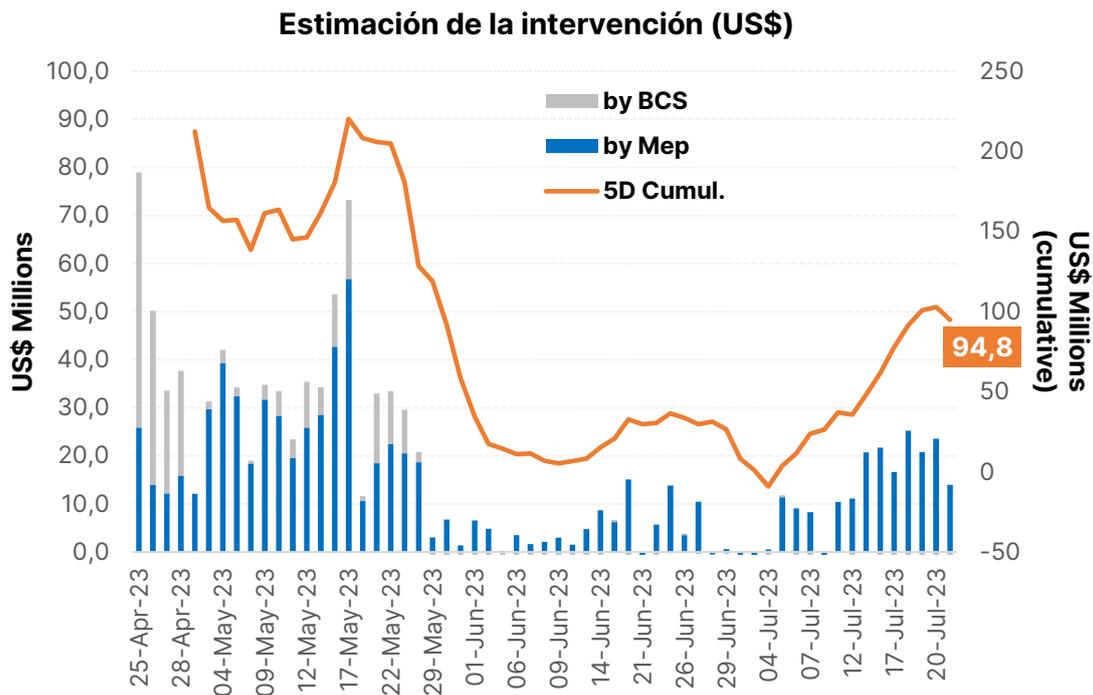
En cuanto a las importaciones, se estableció una alícuota de 7,5% correspondiente al impuesto PAÍS para todas las importaciones de bienes a excepción de las energéticas (representaron 13,7% del total en los últimos doce meses), insumos vinculados a la canasta básica alimentaria, medicamentos y material para combatir el fuego, y suntuarios, que ya están gravados con una alícuota de 30%. En la práctica, el impuesto tendrá un impacto directo en precios idéntico al de un salto del dólar oficial. El tipo de cambio efectivo para casi la totalidad de las importaciones pasará de ser \$269,4 a \$289,6, un ritmo equivalente al acumulado del *crawling peg* en un mes. Por el lado de las importaciones de servicios, pasarán a tener una alícuota del 25% todas aquellos que no sean fletes, que tendrán una del 7,5% (US\$3.693 millones en los últimos doce meses) ni vinculados al turismo (US\$7.887 millones en los últimos doce meses), que ya contaban con alícuota de 30%, resultando en US\$5.338 millones pasibles del nuevo gravamen (de un total de servicios de US\$16.918 millones en los últimos doce meses).

Clave: Según el Ministerio de Economía, el impacto fiscal de la medida sería \$1,3 billones o 0,8% del PBI, aunque en nuestros cálculos no supera el 0,5%. En cuanto al impacto monetario, no habría cambios respecto al actual. El BCRA absorbería Base Monetaria cuando vende a \$269,4 y el fisco se quedaría con el diferencial de 7,5% como recaudación. Esto puede pensarse como una menor emisión monetaria, dado el menor desequilibrio fiscal. Respecto al tipo de cambio de \$340 para el agro, el Banco Central expandiría a \$340, resultando en una pérdida patrimonial similar a la que tuvo con los dólares “soja” en el pasado, aunque de menor magnitud dado el diferencial inicial de 26% en comparación con el de 42% en el “soja” 3.

¿Cómo responde la deuda a los anuncios?

Luego de las novedades respecto a un potencial acuerdo con el FMI (a nivel staff), la deuda en dólares responde de forma positiva. En este sentido, el desenlace con el Fondo Monetario Internacional es bien recibido por la deuda en dólares que abre en el pre-market con subas significativas de hasta 2,5%. ¿La razón? El acuerdo aminora la probabilidad de romper con el FMI de corto plazo, lo cual mitiga un poco la volatilidad del mercado. De esta manera, los Globales avanzan sólidos una rueda más. Luego de movimientos cautelosos al terminar la semana, la deuda en dólares terminó una semana positiva agregando 5% al precio promedio ponderado en dicho periodo. Tomando en cuenta los ascensos de hoy, el precio promedio ponderado rondaría US\$33,85 (vs US\$33,13 el viernes).

Por otra parte, fue una semana con una fuerte presencia del Sector Público en el mercado de bonos. Cabe destacar que el martes, la intervención marcó un nuevo máximo en las últimas ruedas al desprenderse de US\$24,2 millones. Este pico local es seguido por el jueves donde el Sector Público se deshizo de US\$22,5 millones. Específicamente, desde el jueves 13 del corriente mes, vemos que dicho sector se desprendió de US\$94,8 millones para la compra de títulos GD30/AL30. Como consecuencia, el spread legislación GD30/AL30 (expresado como la ganancia de nominales pasando del primero al segundo) continúe ampliándose y se posicione en los 25,3% (hay que tener en cuenta que el miércoles 12 se ubicaba en 20,55%).



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

Por último, será interesante observar la reacción de los instrumentos ajustables por el tipo oficial. Como habíamos adelantado, la implementación de impuestos a las importaciones de bienes podría conllevar efectos colaterales. En nuestra opinión, implicaría un impacto en las coberturas "dólar linked". Si bien, un impuesto del 7,5% con varias excepciones no parece tan significativo, es esperable una reacción en este segmento (en especial, en los vencimientos más cortos).

Clave: En el horizonte será fundamental ver el impacto final de la finalización de este acuerdo en el mercado. Además, será clave ver cómo responden las coberturas Dollar linked a estas medidas. Aquí, mencionamos las posiciones en el mercado de futuros del ROFEX y los títulos soberanos Dollar Linked y Duales. Cabe destacar que el viernes el segmento de bonos Dollar linked y Duales tuvieron un buen desempeño en el tramo largo, pero no tan así en los más cortos. Sin embargo, las posiciones de agosto, septiembre y octubre de ROFEX cedieron entre 3,6% y 5,2%. Por otro lado, volcándonos al plano político, el candidato peronista se posicionó primero por amplio margen en las elecciones de la Ciudad de Córdoba. En este sentido, el peronista Daniel Passerini sorprendió este domingo triunfando contundentemente contra el radical Rodrigo de Loredó (aliado a Patricia Bullrich) en las elecciones municipales. No obstante, esta noticia fue opacada sin dudas por las novedades del FMI. Para terminar, esta semana tenemos la última licitación de julio que se llevará a cabo el 28 de julio, en donde el Tesoro enfrentará la mitad de los pagos del mes.

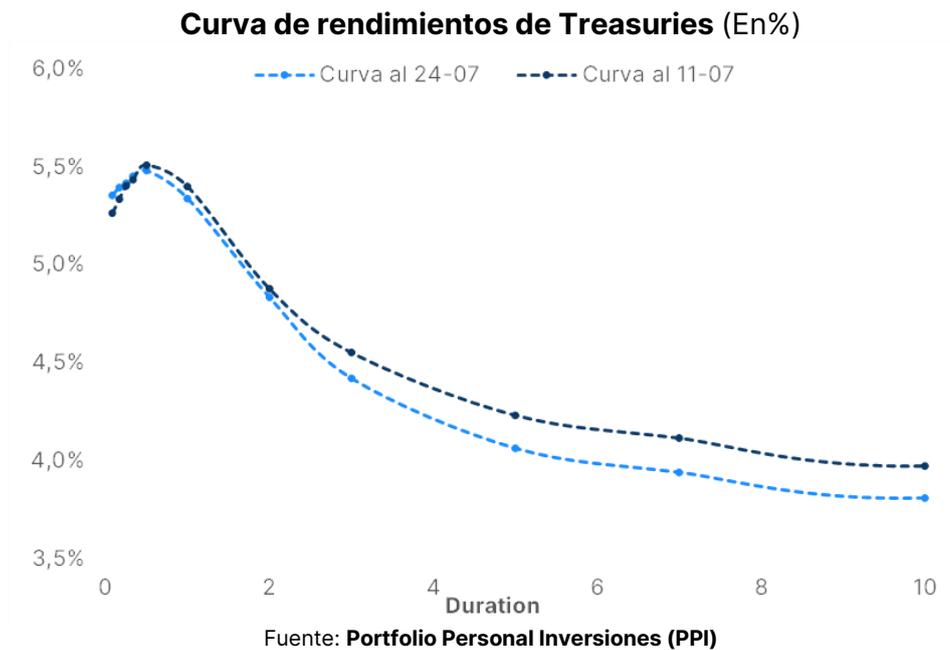
Excelente semana para el Merval

El principal índice bursátil argentino tuvo una semana espectacular. En los cinco días sumó 60 puntos y cerró en US\$877, su nuevo máximo desde las PASO 2019. Así, en el año acumula una ganancia de 49,5%. Todo ello a pesar de que el dólar se mantuvo volátil y adicionó \$5 de viernes a viernes para culminar en \$539,4. En definitiva, el índice en pesos tuvo una performance superlativa, donde quedó apenas a un crecimiento del 6% de alcanzar su máximo histórico en pesos constantes. ¿Qué fue lo que sucedió la semana pasada para ver semejante rally? Recordemos que el domingo previo, las elecciones de Santa Fe dieron por victorioso a Maximiliano

publicaron nuevas medidas para importaciones y exportaciones que se rumoreaban la semana pasada. En este sentido, las medidas conjuntas de encarecimiento de importaciones por nuevas alícuotas y el dólar de \$340 reconocido para las exportaciones del agro (excluye soja) buscan ser suficientes para por lo menos frenar la sangría de reservas. Tanto esta medida como la posibilidad de finalmente alcanzar un entendimiento con el FMI serán fundamentales para calmar las aguas en la previa a las PASO. En el plano internacional, el anuncio más importante llegará el miércoles, cuando Jerome Powell anuncie (probablemente) una nueva suba de 25 puntos básicos en la tasa de referencia. Su relevancia yace justamente en que cualquier desvío podría catalizar un fuerte ajuste de expectativas. Adicionalmente, se seguirán conociendo datos de actividad que darán cuenta de la evolución del sector industrial, que desde hace meses viene golpeado. No menos importante, esta semana estará cargada de presentaciones de resultados. Principalmente varias Big Tech, como MSFT, GOOGL y META, darán a conocer su evolución en el segundo trimestre del año. Se espera que cerca de 150 compañías que componen al S&P500 hagan sus presentaciones. Por último, hoy se espera que el Nasdaq 100 realice su rebalanceo especial, por lo que podríamos ver un exceso de fuerza vendedora sobre sus mayores tenencias.

Expectativa por la reunión de la Fed de esta semana

Los últimos datos sobre la evolución de los precios parecerían indicar que la política monetaria contractiva que está llevando a cabo la Reserva Federal está rindiendo sus frutos. Repasemos rápidamente algunas cifras. Hace dos semanas se publicó el dato de inflación de junio, que mostró una desaceleración en términos interanuales (3,0%) y mensuales (0,2%) mayor a la esperada por los analistas (3,1% y 0,3%, respectivamente). A su vez, la inflación subyacente, que excluye los precios de los alimentos y energía, registró un aumento del 4,8%, marcando un registro menor al 5% por primera vez desde noviembre de 2021. En el mismo sentido, los precios al productor incrementaron solamente un 0,1% mensual, marcando una desaceleración mayor a la esperada por el mercado (0,2%). A pesar de esto, tal vez uno de los números que más preocupa aún a algunos miembros de la Fed provengan del mercado laboral. En este sentido, la creación de nuevos empleos se mantiene firme. La creación de nuevos empleos es tan sólida que el total de personas desempleadas no lograría cubrir la totalidad de empleos vacantes en la economía. Esta fuerte demanda de trabajo es lo que explica que los salarios continúen incrementándose a paso firme, lo cual puede representar un obstáculo para el objetivo de inflación de la Fed en el mediano plazo, dado que influye en los costos de producción de bienes y servicios. Este fue uno de los puntos que algunos miembros del Comité remarcaron en la reunión de junio, y por el cual no estaban a favor de una pausa en aquella ocasión. Desde que se conocieron las minutas de la última reunión, el mercado descuenta que la Fed aumentará la tasa de referencia en 25pbs hacia el rango 5,25% - 5,5% (nivel más alto desde el 2001) en la reunión de esta semana, otorgando una probabilidad superior al 95% a que esto ocurra. Sin embargo, será importante seguir la comunicación de la Fed en cuanto a la evolución que puede tener la tasa de referencia para lo que resta del año, dado que el mercado redujo la probabilidad de un segundo aumento (empujando a la baja las tasas de los Treasuries en las últimas semanas), lo cual contrasta con una suba adicional que proyectó la Fed en su última reunión.



Clave: esta semana la atención estará puesta en la reunión de la Fed que se realizará el martes y miércoles. Después de tomarse una pausa en el endurecimiento de la política monetaria en junio, el Comité parece estar decidido a aumentar la tasa de interés en un cuarto de punto porcentual. Más allá de la decisión puntual, será importante la comunicación respecto a lo que puede esperarse para la política monetaria para los próximos meses. Probablemente se informe que la evolución de la tasa de la Fed dependerá de los datos económicos que se vayan conociendo previo a la reunión de septiembre. En este sentido, esta semana también se conocerán datos sobre la evolución del nivel de actividad (índice PMI) y de los precios (índice PCE). En cuanto al primero será relevante ver la evolución del sector industrial, que mostró cierta debilidad en los últimos meses. Por su parte, el índice PCE es uno de los indicadores predilectos de la Reserva Federal para seguir la evolución de los precios. Por lo tanto, si continúa desacelerándose, aumentará la probabilidad de que el ciclo de alza de tasas de la Fed esté más cerca de finalizar.

Lo que Pasó

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
17-jul	US	Encuesta manufacturera NY	Jul	1,1	-3,5	6,6
	BR	Actividad económica MoM	May	-2,00%	-0,10%	0,56%
18-jul	US	Producción industrial MoM	Jun	-0,5%	0,0%	-0,2%
	ARG	Índice de actividad económica YoY	May	-5,5%	-3,4%	-4,2%
19-jul	US	Solicitudes de hipoteca MBA	Jul	1,1%		0,9%
	US	Permisos de construcción	Jun	1440K	1490K	1491K
	ARG	Importaciones total	Jun	7177M		7357M
	ARG	Balanza Comercial	Jun	-1727M		-1152M
	CH	Pagos globales rápidos en CNY	Jun	2,77%		2,54%
	UK	IPC (MoM)	Jun	0,1%	0,4%	0,7%
	20-jul	US	Índice líder	Jun	-0,7%	-0,6%
20-jul	US	Reclamos continuos	Jul	1754K	1730K	1729K
	JAP	IPC (YoY)	Jun	3,3%	3,3%	3,2%
	JAP	Compras ext de bonos japoneses	Jul	411,4B		705B
	21-jul	UK	Préstamos netos del sector púb	Jun	17,7B	20,6B

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

Lo que Vendrá

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
24-jul	BR	Ingreso tributario	Jun		179450M	176812M
	US	PMI de fabricación EE. UU. S&P Global	Jul		46,1	46,3
25-jul	US	Índice manufacturero Richmond	Jul			-7
	JAP	Servicios IPP YoY	Jun		1,5%	1,6%
26-jul	US	Ventas viviendas nuevas	Jun		721K	763K
	US	FOMC Decisión de tasa (techo)	Jul		5,50%	5,25%
		Solicitudes de Hipoteca MBA	Jul			1,1%
	CH	Beneficios industriales YoY	Jun			-12,6%
27-jul	US	PIB anualizado QoQ	2Q A		1,8%	2,0%
	US	Órdenes bienes duraderos	Jun		0,4%	1,8%
	ARG	Índice confianza consumidor	Jul			41,79
	JAP	IPC en Tokio YoY	Jul		2,9%	3,1%
	BR	Total de préstamos pendientes	Jun			5387B
28-jul	US	Percepción de la U. de Michigan	Jul		72,6	72,6
	UK	Prc de casas nacionales MoM	Jul			0,1%

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

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfolioperpersonal.com

Lucas Caldi

Corporate Credit Team Leader

lcaldi@portfolioperpersonal.com

Diego Ilan Méndez

Analyst

dmendez@portfolioperpersonal.com

Alejo Lerner

Analyst

alerner@portfolioperpersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Intern

lherrera@portfolioperpersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist

eanselmi@portfolioperpersonal.com

Melina Eidner

Economist

meidner@portfolioperpersonal.com

Francisco Schiffrer

Team Leader Strategist

fschiffrer@portfolioperpersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst

nmartin@portfolioperpersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@portfolioperpersonal.com

www.portfolioperpersonal.com

✉ consultas@portfolioperpersonal.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.