

19 de febrero de 2024

Perspectivas de la semana

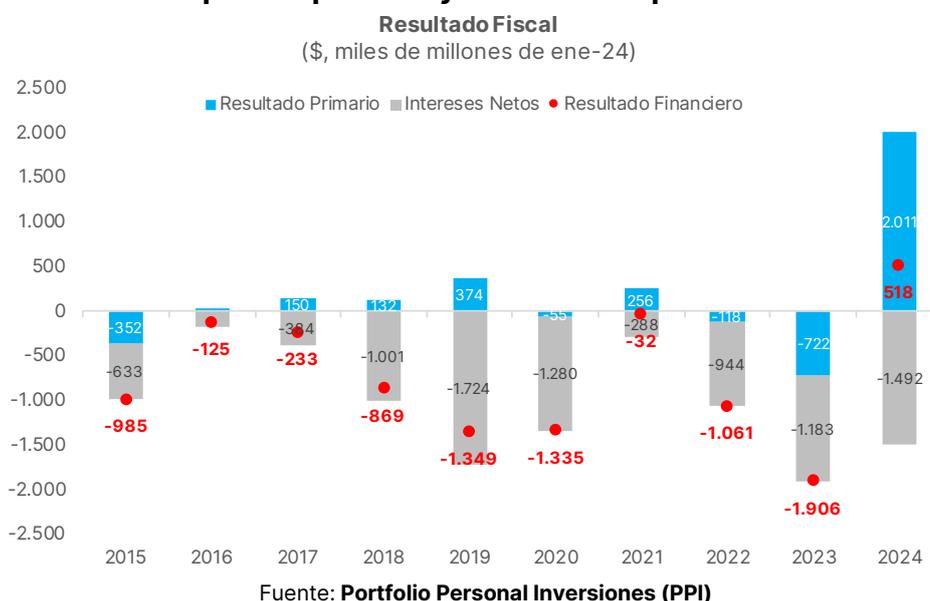
ppi

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

Superávit primario récord y mayor al esperado

El viernes por la noche el Ministerio de Economía dio a conocer el resultado fiscal de enero, adelantando su publicación desde este martes 20. Se alcanzó tanto un superávit primario récord de \$2,01 billones como uno financiero de \$0,52 billones, tras el pago de intereses por \$1,49 billones. Desde Economía afirmaron que es la primera vez desde enero 2011 que se obtiene un superávit financiero, aunque la metodología es comparable desde 2015. Si bien un superávit primario era esperado, dado que el primer bimestre del año suele ser superavitario ya que la estacionalidad del gasto juega a favor, la magnitud del ajuste fue imprevista. En definitiva, el buen resultado de enero ratifica que se está siguiendo el rumbo económico en pos de alcanzar el equilibrio financiero en 2024. Es necesario tener superávits fiscales abultados en la primera mitad del año, cuando la estacionalidad de ingresos y gastos juega a favor, para compensar los típicos déficits del segundo semestre.

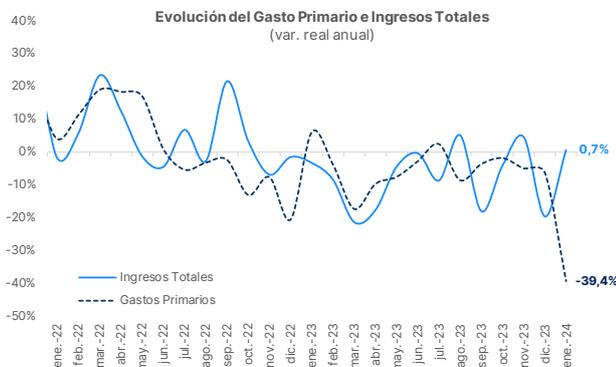
Superávit primario y fiscal récord para enero



¿En qué se basó este superávit primario y financiero récord? Se explica prácticamente en su totalidad por un fuerte ajuste del gasto, más que por un aumento en los ingresos. En este sentido, los ingresos totales treparon apenas 0,7% real anual, contribuyendo con sólo \$0,43 billones adicional en términos reales respecto a enero 2023. En cambio, el gasto primario se desplomó 39,4%, lo que representó una contracción de \$2,69 billones en pesos constantes en la comparativa anual. Mirando en detalle las erogaciones, los gastos primarios corrientes se hundieron 35,3% real anual o \$2,22 billones, lo que se explica principalmente por: i) una caída de 29,7% o \$1,13 billones en prestaciones sociales, explicado en casi 80% por la merma en jubilaciones y pensiones (-38,1% o -\$0,89 billones) debido al *lag* en la fórmula de ajuste respecto a la inflación; ii) una contracción de 64% o \$0,45 billones en los subsidios económicos, justificado prácticamente en su totalidad por el recorte de los subsidios energéticos (-77,2% o -\$0,37 billones) por la postergación de transferencias a CAMMESA; iii) un ajuste de 28,3% o \$0,34 billones en los gastos de funcionamiento, basado mayormente en una licuación de los salarios del sector público (-27,2% o -\$0,26 billones); y iv) una baja de 72% o \$0,16 billones de las transferencias corrientes a provincias. En tanto, los gastos de capital se desplomaron 86% real o \$0,47 billones, llevándose las transferencias de capital a provincias casi a cero. Al observar las variaciones nominales, detectamos que los únicos dos conceptos que tuvieron un recorte fueron

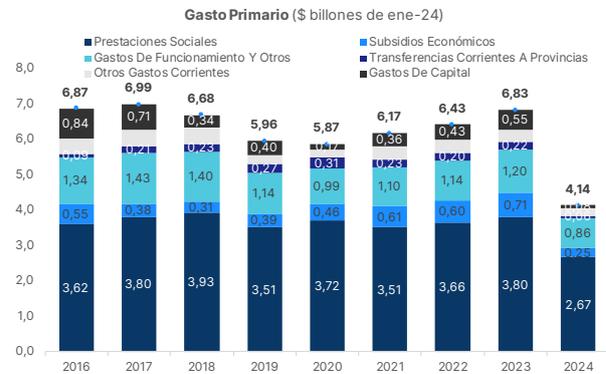
las transferencias a provincias (-0,9% nominal anual) y los gastos de capital (-50,3%). Por lo tanto, la licuación hizo gran parte del ajuste.

Desplome del gasto con suba marginal de los ingresos



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

Fuerte ajuste del gasto primario



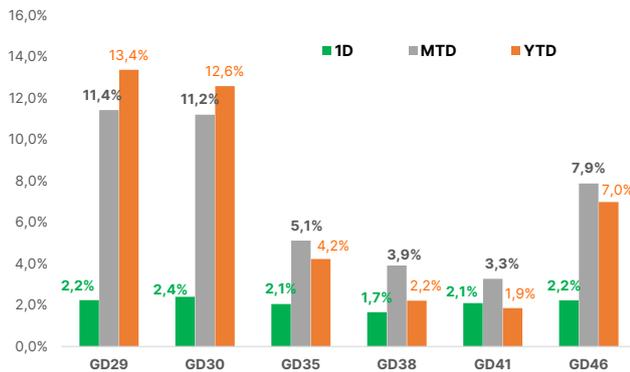
Clave: La pregunta relevante es qué tan sostenible es el ajuste fiscal exhibido en enero, dado que se sustentó principalmente en una licuación del gasto público más que en un recorte nominal de las partidas. El fuerte ajuste en prestaciones sociales (jubilaciones y planes) luce reversible no sólo por el alto costo político, sino también por el rezago de la fórmula de indexación. Al tener la fórmula *lag* de un trimestre, estas erogaciones van a representar una carga abultada y una traba para ordenar las cuentas públicas una vez que la inflación baje, ya que comenzarán a ajustar por la inflación pasada. Asimismo, tampoco luce sostenible la postergación indefinida de las transferencias a CAMMESA, aunque destacamos que el nuevo esquema tarifario propuesto ayudará a reducir efectivamente los subsidios energéticos. Más allá de esto, consideramos que el dato de enero es una noticia positiva para los activos argentinos por su magnitud y espíritu, ya que denota el compromiso del equipo económico con alcanzar la meta propuesta de equilibrio financiero en 2024.

¿Continuará el rally de los activos argentinos?

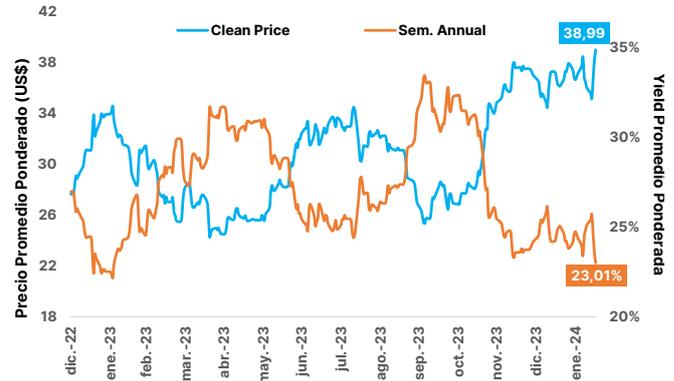
Tras una semana de ensueño, la cosecha de los tenedores de deuda argentina fue superlativa. El precio promedio ponderado de los Globales argentinos cerró ligeramente por debajo de US\$39, acumulando un ascenso de 8,2% en la semana. El rebote fue más punzante si se tiene en cuenta que, durante el lunes y martes (feriados locales), los bonos habían cedido hasta 3%. No obstante, la fiesta no se limitó a la deuda en dólares. Tanto las acciones (el Merval trepó 3,4% medido al CCL) como los dólares financieros (CCL Senebi cedió 9,3%) reflejaron un optimismo, cuya naturaleza cuesta explicar a simple vista.

Tal como escribimos en nuestros informes la semana pasada, jugó a favor la recuperación en el exterior después del dato poco alentador del IPC de EE.UU. Sin embargo, el diferencial respecto a los comparables se dio por factores locales. Quitando el tropezón legislativo, todas las señales de las dos últimas semanas fueron bastante constructivos con el crédito criollo. Desde la inflación menor a la esperada en enero (y datos alentadores de alta frecuencia para febrero), la buena perspectiva fiscal de enero (confirmada el viernes), la acumulación de dólares del BCRA, las lluvias recientes que mejoraron la condición hídrica del suelo en la zona núcleo en un momento crítico para el maíz y la soja, y el interés de muchos jugadores internacionales colaboraron en este punto.

Retorno Total Globales



Evolución Precio y Tasa Globales



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

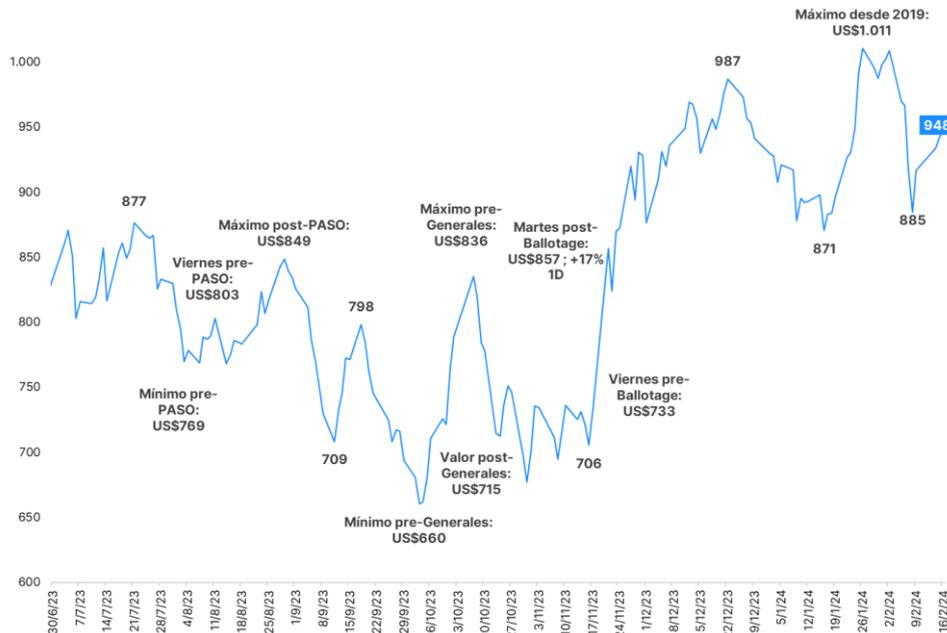
Clave: ¿Es sostenible este rally? La respuesta es complicada. A priori, dada la ferocidad de los ascensos lo más probable es que veamos algo de calma esta semana, al menos, en magnitud. Desmenuzando los argumentos constructivos detrás del optimismo inversor, prácticamente todos ellos poseen sus bemoles respecto a su sostenibilidad en el tiempo. No obstante, coincidimos que las primeras señales fiscales (aun con los reparos por el cortoplacismo de varias aristas en el número) permiten mantenerse optimistas en el mediano/largo plazo. Quizás el humor social es el principal riesgo en el desempeño de estos meses de trabajo sucio. Por otra parte, vale la pena mencionar la licitación del viernes pasado. No específicamente por su resultado per se, sino por la decisión del Tesoro de utilizar los fondos frescos obtenidos para recomprar AL35 en manos del BCRA. Teniendo en cuenta los \$2,95 billones capturados, y el precio de cierre del viernes, el Tesoro le quitaría de las manos alrededor de VN US\$7.590 millones de AL35 (39,8% del outstanding total). Es llamativo utilizar los pesos para recomprar deuda en dólares, pero creemos que responde a extender el saneamiento de la hoja de balance del BCRA, reducir el riesgo potencial futuro de intervención en el mercado de BONARES (como se hizo durante la gestión de AF) y sucede en un timing especial respecto a la abrupta caída del CCL.

De la mano del super-peso, el Merval se recupera

El Merval cerró la semana con una suba en dólares del 3,4% respecto de la semana anterior, alcanzando los US\$948. Los ADRs mostraron un comportamiento mixto el último día de la semana, con subas en SUPV (+2,4%), GGAL (+1,7%), VIST (+1,6%), BBAR (+1,6%) y BMA (1,2%). En los otros casos, cerraron levemente negativos con excepción de PAM (-2,2%) y GLOB (-6,5%) que mostraron bajas más pronunciadas.

El comportamiento del Merval en el último día de la semana no fue diferente del resto de los días. Medido en pesos el índice accionario bajó un 2,6% mientras que el tipo de cambio implícito de la divisa norteamericana tuvo un descenso aún más pronunciado (-3,3%). En la semana la baja del dólar CCL fue del 8,7%. En tanto que las acciones locales acompañaron este comportamiento y, medidas en pesos, se redujeron en un 5,6%. En definitiva, es evidente que la apreciación del peso jugó a favor del Merval, que logró recuperar parte del terreno perdido tras el revés de la Ley de Bases. Por ello, no sorprende que en la semana transcurrida hayan sido los bancos los vehículos favoritos de los inversores. Así, GGAL (+7,8%), SUPV (+7,4%) y BBAR (+6,7%) fueron los papeles que culminaron con los mejores desempeños (con excepción de VIST que avanzó 8,3%).

De la mano del super-peso, el Merval se recupera



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

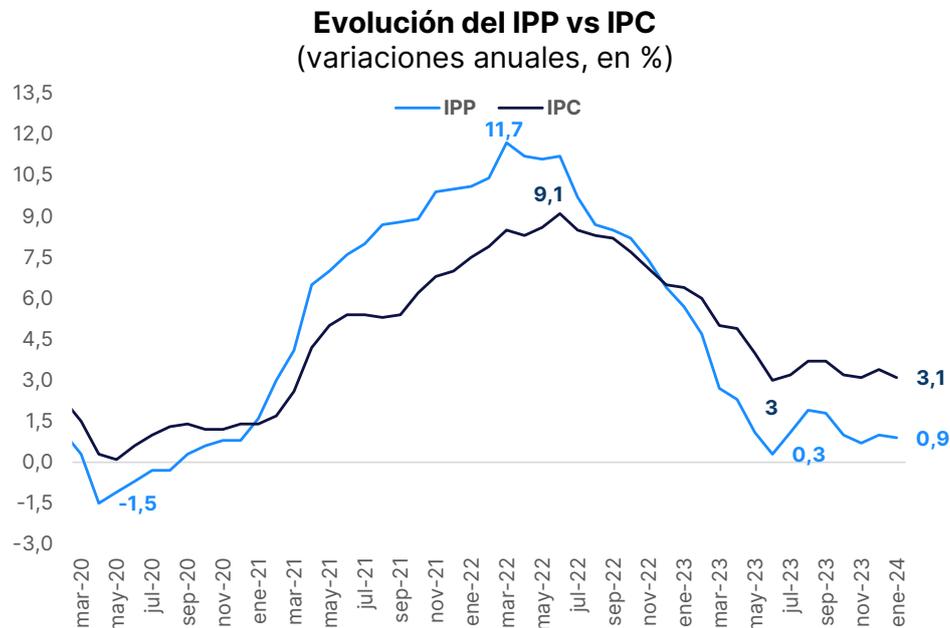
El viernes pasado, el ministro de Economía, Luis “Toto” Caputo, adelantó la publicación del resultado fiscal positivo en base caja del Sector Público Nacional por \$518MM, siendo la primera vez desde 2012 que se registra un superávit financiero. De esta forma, en el primer mes del año, se confirma el compromiso del Estado Nacional de alcanzar el déficit cero durante el año 2024. Sin embargo, surgen dudas respecto de la sostenibilidad de este resultado debido a que se explica, en parte, por la licuación de ciertas partidas, como las jubilaciones, y un aumento en la recaudación de impuestos, como el impuesto PAIS, fenómenos que no pueden durar para siempre. En el primer caso por la posibilidad de un aumento en la conflictividad social y, en el segundo, porque el gobierno se comprometió a eliminar este impuesto durante el transcurso de este año, dada su importancia para la unificación del mercado de cambios.

Clave: Uno de los puntos más importantes de la semana será el comportamiento del dólar contado con liquidación, que en el mes de febrero acumula una baja del 13,5%. Sobre todo, considerando que, si bien la inflación muestra una tendencia descendente, se mantiene en niveles muy altos, cómodamente por encima de los dos dígitos. De hecho, el tipo de cambio CCL en términos constantes se encuentra en uno de los niveles más bajos en los últimos años. Este comportamiento de apreciación del peso ¿es sostenible mucho tiempo más? ¿O podríamos ver un rebote en los próximos días? En tanto, en cuanto al Merval se refiere, es esperable que el resultado fiscal funcione como un *driver* positivo, en el sentido de que el gobierno está cumpliendo con los objetivos que se propuso, a pesar del revés político sufrido hace pocos días con la vuelta a comisión de la Ley Bases. Sin embargo, quedará por verse en los próximos meses la sostenibilidad de este resultado alcanzado en el primer mes del año.

El IPP por encima de lo esperado en enero, siguiendo la tendencia del IPC

En línea con el Índice de Precios al Consumidor (IPC), el Índice de Precios al Productor (IPP) superó las expectativas de los analistas en enero. De esta forma, el IPP creció 0,9% anual en enero, superando las proyecciones (0,6%). Si bien se registró una desaceleración en términos anuales con respecto a diciembre (1%), los precios al productor se aceleraron en el margen a 0,3% mensual desde -0,1% en diciembre. Además, el resultado estuvo por encima de las expectativas de los

analistas, que proyectaban un incremento de 0,1% en enero. En paralelo, el IPP subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía, aumentó 2% anual, mostrando una aceleración desde 1,7% en diciembre. Además, la variación mensual del IPP subyacente fue 0,5%, superando las expectativas de 0,1% y marcando un aumento respecto al -0,1% de diciembre.



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

Clave: Tanto el IPP como el IPC estuvieron por encima de lo esperado en enero. Dichos resultados sugieren que el indicador preferido por la Reserva Federal, el PCE, podría seguir la misma dinámica, mostrando una lectura elevada de inflación para enero. La tasa de inflación se ubicó ligeramente por encima de 3% anual (3,1% IPC), casi 1 pp por encima del *target* del organismo. Si bien es probable que la inflación disminuya en 2024, las lecturas de enero sugieren que el camino puede ser irregular, tal como dijo el presidente de la Fed de Atlanta, Raphael Bostic, el jueves pasado. En este contexto, el mercado ajustó su expectativa sobre el camino que llevará a cabo la Reserva Federal en materia de política monetaria. De este modo, la probabilidad implícita de observar un recorte de la tasa de referencia en la reunión de mayo pasó de 50,9% el lunes pasado a 27,8% hoy. Es decir, el mercado descontaba el primer recorte para mayo y ahora se espera que esto suceda recién en la reunión de junio. ¿Cómo reaccionaron los mercados a las “malas noticias”? En primer lugar, el S&P 500 se mantuvo por encima de 5.000 puntos a pesar de haber observado una fuerte caída el día que se conoció el dato de inflación (-1,37%). En este sentido, el S&P 500 solo cedió 0,42% en la semana. Además, se registró un incremento en la volatilidad en el mercado de renta variable, con el VIX trepando 10,13% semanal. Por otro lado, en lo que respecta a la renta fija, los rendimientos de los Treasuries escalaron a lo largo de la curva. La tasa a 2 años avanzó 16 pbs en la semana hacia 4,64%, a la vez que el tramo largo (tasa a 10 años) hizo lo propio en 10 pbs hasta 4,28%. Como resultado, el spread entre la tasa de 10 y 2 años cerró el viernes en torno a -36,45 pbs. En cuanto a las noticias relevantes de esta semana, el jueves se publicará el índice PMI correspondiente a febrero, elaborado por la consultora S&P Global. El mercado anticipa una expansión tanto del sector industrial (50,1) como del de servicios (52,1).

Lo que Pasó

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
12-feb	JAP	IPP	Ene	0,2%		0%
13-feb	UK	Desempleo Registrado	Ene	4,0%		4,0%
	US	IPC MoM	Ene	0,30%	0,2%	0,3%
	US	IPC YoY	Ene	3,10%		3,4%
14-feb	JAP	Deflactor PBI (YoY)	4Q	3,8%	3,9%	5,3%
	US	Solicitudes de hipoteca MBA	9-feb	-2,3%		
	AR	IPC Nacional YoY	Ene	254,2%		211,4%
	AR	IPC Nacional MoM	Ene	20,6%		25,50%
	UK	IPC MoM	Ene	-0,6%		0,4%
	UK	IPC YoY	Ene	4,0%	4,1%	4%
15-feb	JAP	Produccion Industrial MoM	Dic	1,4%		1,8%
	BR	IPC	15-feb	0,65%		
	US	Ventas al por menor anticipadas MoM	Ene	-0,8%	0,0%	0,6%
	US	Peticiones iniciales de desempleo	10-feb	212K		
	US	Produccion Industrial MoM	Ene	-0,1%	0,5%	0,1%
	UK	Produccion Industrial MoM	Dic	0,6%	-0,1%	0,3%
	JAP	Indice Industrial terciario MoM	Dic	0,7%	0,2%	-0,7%
16-feb	US	Construcciones Iniciales	Ene	1331K	1460k	1460k
	US	Indice de Precios al Productor	Ene	0,5%	0,1%	-0,1%

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

Lo que Vendrá

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
19-feb	BR	Actividad economia MoM	Dic		0,80%	0,01%
	BR	Actividad economia YoY	Dic		0,4%	2,19%
	CH	Tasa de Interes a 5 años	Feb		4,1%	4,20%
	CH	Tasa de Interes a 1 año	Feb		3,45%	3,5%
20-feb	US	Indice líder	Ene		-0,3%	-0,1%
	BR	Ingreso Tributario	Ene		278450M	231225M
	JAP	Balanza comercial	Ene		-¥1925.9B	¥62.1B
21-feb	US	Solicitudes de hipotecas MBA	feb-16			-2,3%
	UK	Saldo presupuestario Del Estado	Dic			7,8B
	JAP	PMI Japón de Jibun Bank	Feb			48
22-feb	AR	Indice Actividad económica MoM	Dic			
	AR	Indice Actividad económica YoY	Dic		-1,20%	-0,9
	US	Peticiones Iniciales de Desempleo	Feb			
	US	Ventas viviendas de segunda	Ene		3,79M	3,78M
	US	PMI de fabricación S&P Global	Feb			50,7
	UK	PMI de fabricación R. U. S&P Global	Feb		47,5	47
23-feb	BR	IPC	Feb			

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

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy

psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst

nmartin@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader

dmendez@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist

eanselmi@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management

lcaldi@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst

gstvass@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist

meidner@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern

ldelaney@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst

lherrera@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist

mcucher@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.