

20 de febrero de 2024

Daily Mercados

ppi

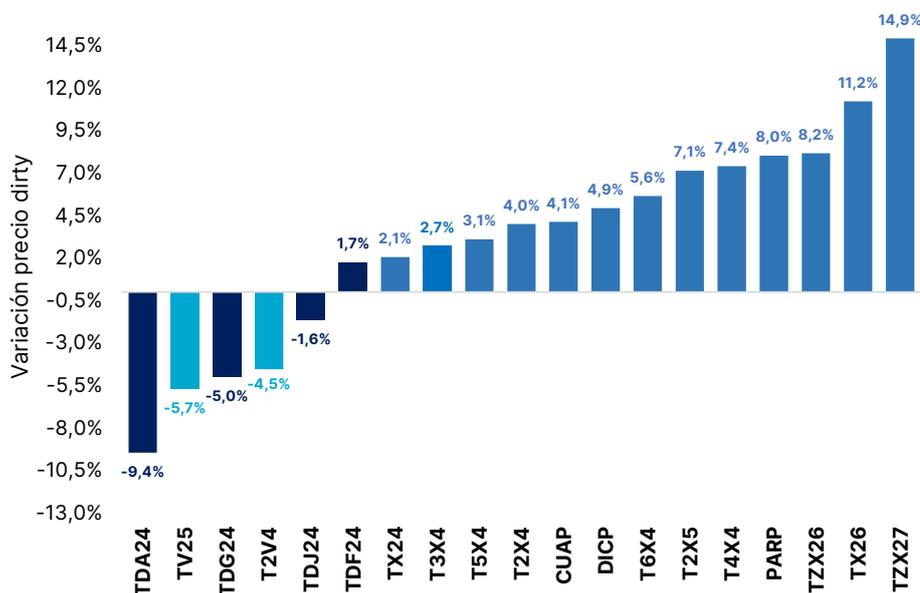
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Deuda argentina: apuntes de un día de calma

Después del feriado en EEUU, hoy el mercado se prepara para un día de mayor intensidad. Sin la referencia del exterior, el lunes presentó una rueda muy calma, **donde los bonos soberanos en dólares extendieron las subas (aunque más ligeras) en la bolsa local**. En este sentido, las pantallas en el exterior arrancan esta mañana **mixtos sin grandes variaciones**. Como mencionamos en nuestro [Perspectivas](#), 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.

Sí hubo acción en la deuda en pesos, donde el tramo medio/largo de la curva CER volvió a encabezar los ascensos. Los TZX26/TZX27 reflejaron las mayores subas este lunes (+3,6% y +8,1% en términos reales), aunque mirando las variaciones nominales de la deuda en pesos desde la semana pasada, **observamos que el rebote es generalizado a lo largo de la curva CER (ver gráfico)**. A simple vista, al igual que el resto de las estrategias de cobertura (llámese ONS DL/ROFEX), los títulos que ajustan por el tipo de cambio oficial perdieron atractivo tras la notable reducción de la brecha cambiaria. Por otro lado, también destacamos que ayer el **BOPREAL Serie 2 operó contra cable (BPJ5C) en US\$87** (TEA 16,9%), lo cual se encuentra dentro del rango que sugerimos tomando como rango (amplio) la referencia provincial/corporativa entre US\$82/US\$91.

Retorno total de instrumentos en pesos
(desde 9 de febrero)



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

¿Carry trade o bonos en dólares?

Uno de los interrogantes más repetidos durante los últimos meses fue sobre estrategias de *carry trade*. En otras palabras, ¿hay espacio para obtener retornos extraordinarios en dólares colocándose en pesos ante la calma del CCL? Mirando las proyecciones del mercado, se asume que la inflación será mayor que el desempeño de los dólares financieros en el año, derivando en una fuerte apreciación del peso frente a los dólares financieros. De esta manera, podemos

aventurar que el *carry trade* parece una alternativa atractiva de jugar el escenario constructivo de Argentina.

Sin embargo, al analizar los números y comparar estos instrumentos con los bonos en dólares, creemos que los rendimientos no son tan atractivos. Básicamente, si el inversor se posiciona el BONCER24 (T5X4) –asumiendo nuestra trayectoria esperada del IPC para el T5X4–, el CCL debería subir alrededor del 76,7% (o un CCL en \$2.032) para que el jugador alcance el punto de equilibrio (o breakeven) frente a la TEA “devengada” del GD30. **En consecuencia, el mercado estaría priceando una apreciación real del -41,3%, lo que se traduce en un CCL de \$674,8 a precios actuales para diciembre (vencimiento T5X4).** Dado que la utilización de la TEA del GD30 es solo una referencia, y si se produjera dicha apreciación del TCR, el EMBI+ Arg. también debería caer, mejorando aún más el rendimiento esperado de los bonos en dólares.

Ejercicio comparativo para estimar apreciación del TCR en el mercado

Títulos	TEA	Monto Inicial \$	Monto Inicial US\$	Monto Final US\$	Monto Final \$***
T5X4*	169%	1.000.000	-	-	2.208.922
GD30**	31,04%	1.000.000	869,6	1.086,8	2.208.922

Devaluación TCN Breakeven	76,7%
CCL breakeven	2032,5
Inflación Proy. T5X4	201,2%

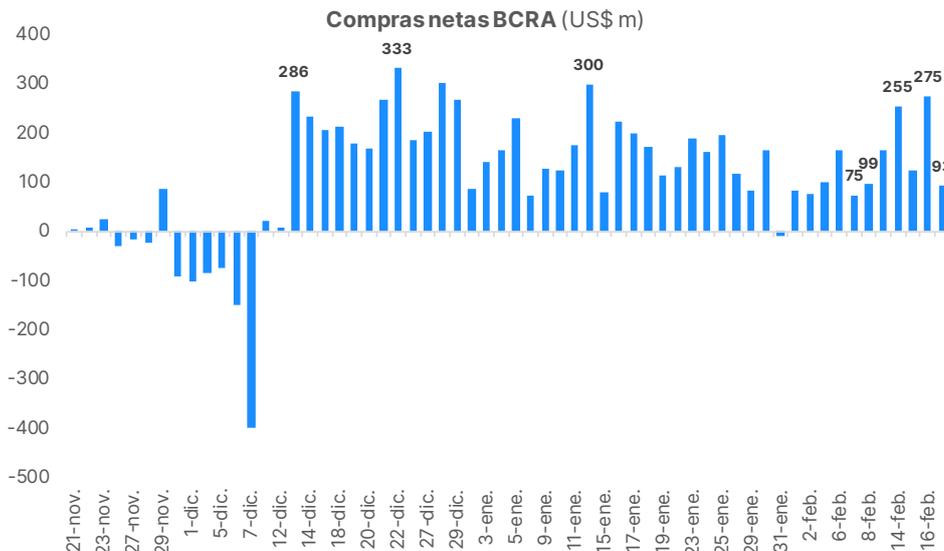
Caída del TCR esperada	-41,3%
CCL Equiv. precios corrientes	674,8

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

El BCRA extiende la racha positiva récord

En una rueda atípica en la que el volumen operado fue bajo por el feriado en EE.UU. (el volumen total, que considera todos los plazos e instrumentos, se desaceleró de US\$520 millones el viernes a US\$257 millones, mientras que el de contado inmediato de dólar fue cero), **el Banco Central adquirió US\$93 millones en el MULC, el monto más bajo en seis días.** De esta forma, **acumuló US\$7.687 millones desde que asumió Milei.** Estas compras récord fueron posible gracias a que la demanda privada sigue muy restringida, a pesar de que cada vez más importaciones empiezan a recuperar el acceso al MULC. Para tomar dimensión, **recién a partir de fines de abril, prácticamente la totalidad del flujo de las importaciones registradas desde el 26/12** (primeras SEDI aprobadas) **volverá a acceder al mercado oficial**, con excepción de los autos (11,5% de las importaciones en los últimos 12 meses). Detalle no menor, **el mayor acceso de los importadores al MULC coincidirá con el ingreso de la cosecha gruesa**, lo que evitaría que en un principio el BCRA venda reservas al *matchearse* oferta y demanda privada

La racha positiva del BCRA se extiende y acumula US\$7.687 millones en la gestión Milei



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

Gracias a esta racha positiva récord, **las reservas netas (RIN) treparon US\$5.214 millones desde un mínimo histórico de -US\$10.864 millones el 12/12 a un estimado de -US\$5.650 millones**. La diferencia entre las compras en el MULC y la efectiva acumulación de reservas se explica principalmente por pagos de intereses y capital al FMI y de cupones de los Globales y, en menor medida, por cambios en las valuaciones de las monedas (DEGs y yuanes) y del oro. Si bien a simple vista podría pensarse que el BCRA está a mitad de camino de alcanzar la meta de acumulación de reservas netas de US\$10.000 millones desde que asumió Milei, la realidad es un tanto más desafiante. **Hay que considerar que el flujo neto con el FMI es de casi -US\$2.600 millones en el año y que hay que afrontar otro pago de cupones de los Globales por alrededor de US\$2.800 millones en julio, lo que demandará de mínima una acumulación adicional de US\$5.400 millones para alcanzar el *target* propuesto por el FMI**. Por otra parte, **un factor que empezó a jugar en contra de la medición de las reservas netas es el BOPREAL Serie 2, ya que es un pasivo exigible a menos de un año** (visto desde hoy, las primeras siete amortizaciones), por lo que debe contabilizarse para el cálculo de las RIN. De momento, dado que sólo liquidó la primera licitación por US\$271 millones, consideramos en nuestra medición la suma de las amortizaciones hasta enero 2025 por US\$158 millones. No obstante, esta cifra aumentará a US\$841 millones este jueves 22, cuando liquide la segunda licitación por US\$1.170 millones, **hundiendo las reservas netas US\$683 millones en el cortísimo plazo por este factor**.

Reservas netas continúan mejorando desde mínimos históricos

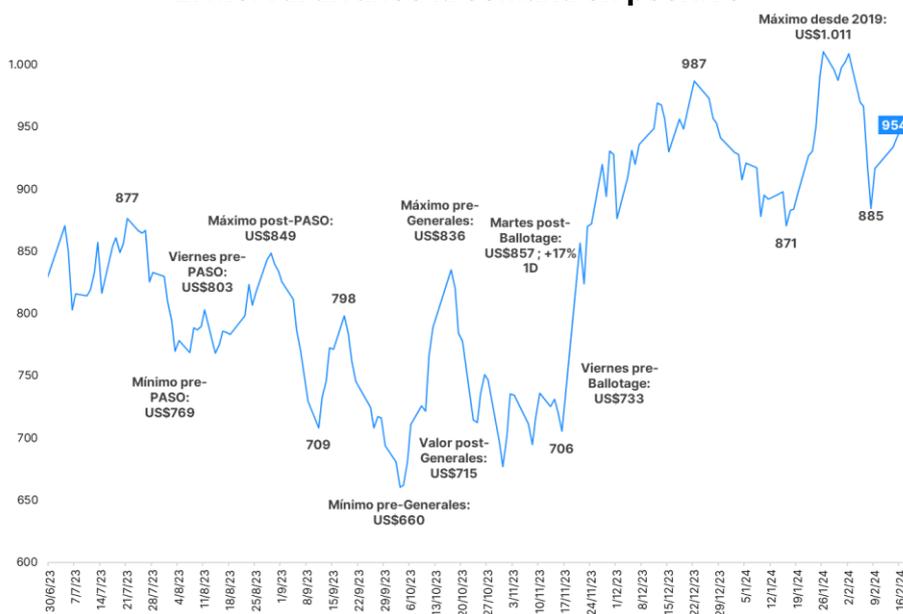


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval arrancó la semana en positivo

El Merval arrancó la semana sumando. En la primera rueda, caracterizada por el feriado estadounidense, **el índice accionario en la bolsa local aumentó un 0,6%, luego de varios días de caídas en pesos**. Las mayores subas estuvieron en CRES (+4,5%), EDN (+3,4%) y TRAN (+3,0%). En tanto que CEPU (-1,2%), TGNO4 (-0,9%) y COME (-0,7%) sufrieron las pérdidas más pronunciadas. Sin la cotización de los ADRs debido al día de los presidentes, debemos esperar hasta la rueda de hoy para observar el comportamiento de estas acciones y del tipo de cambio implícito de la divisa norteamericana.

El Merval arrancó la semana en positivo



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

En el plano local, luego del buen resultado financiero del Sector Público Nacional, equilibrar las cuentas públicas continúa entre las principales preocupaciones del oficialismo y, según

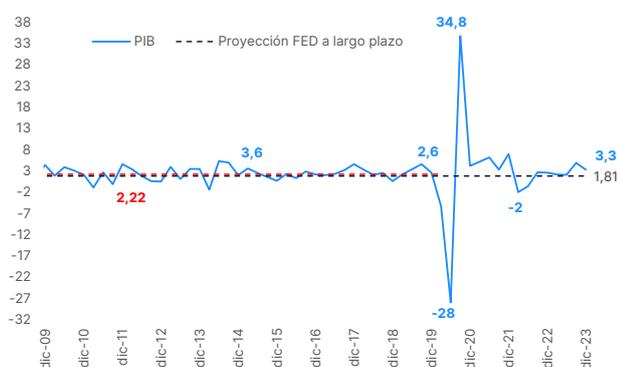
trascendidos, tendría previsto eliminar los subsidios al transporte en el Área Metropolitana de Buenos Aires. En este sentido, **el ministro de Economía, Luis Caputo, afirmó en una entrevista que el ajuste fiscal y monetario desaceleró el ritmo de la inflación y sostuvo que piensa que en el mes de febrero la variación del índice de precios estará más cerca del 10% que del 20%**. Sumado a ello, anunció que el Salario Mínimo, Vital y Móvil (SMVM) aumentará por decreto en un 30% en dos etapas, lo que vendría a recomponer, apenas parcialmente, jubilaciones y asignaciones universales. Este es un punto relevante, dado que ampliará la base de salarios alcanzados por el impuesto a las ganancias, que hoy se aplica a salarios de al menos quince SMVM, impactando positivamente en la recaudación del Estado. A su vez, **el ministro no descartó que la ley Ómnibus pueda tratarse nuevamente, al igual que el capítulo fiscal**, que había sido removido antes del tratamiento en general por parte de la Cámara Baja.

Por otro lado, **el presidente continúa tensando las relaciones con todo el arco político**. Esta vez, el destinatario de los agravios fue Ricardo López Murphy, diputado nacional del bloque Hacemos Coalición Federal, siendo uno de los dos diputados de este bloque que votó afirmativamente a todos los artículos de la Ley Bases cuando se trató en particular. En el marco del aumento de las tensiones con los gobernadores, la oposición “dialoguista”, y ahora, aquellos que están más cerca en el espectro político del oficialismo, surge la pregunta de si La Libertad Avanza será capaz de construir los consensos para alcanzar las mayorías necesarias para aprobar en el Congreso de la Nación las reformas necesarias para desarrollar su plan de gobierno.

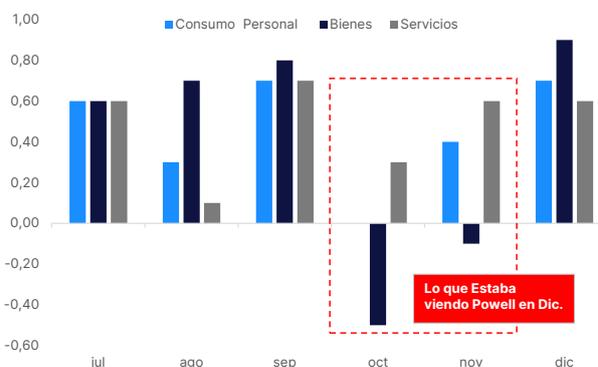
Repaso de la economía en EE.UU.: ¿El 2024 logrará superar la performance de 2023?

La Reserva Federal está muy cerca de lograr un hito histórico: bajar la inflación sin afectar demasiado el nivel de actividad. **Repasando lo sucedido el año pasado, la inflación pasó de 9,1% en junio de 2022 (máximo) a 3,4% en diciembre de 2023**. El organismo logró desacelerar la inflación mediante la reducción de su hoja de balance (*quantitative tightening*), donde **la tasa de referencia de política monetaria pasó del rango 0,75%-1% en junio 2022 al actual de 5,25% - 5,5%**. Además, en la última reunión de diciembre, el presidente de la Fed, Jerome Powell, anunció el fin del ciclo contractivo de Fed, lo que impulsó aún más el *bull market*. Dicho proceso se logró sin afectar demasiado el nivel de actividad. En enero, **se publicó el dato del PBI para el 4T23, el cual registró un crecimiento de 3,3% anual**, superando ampliamente las expectativas de los analistas (2%). En dicho contexto, los principales índices bursátiles cerraron un gran año. **El Nasdaq obtuvo una performance destacable, trepando 53,8% en 2023, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones, que hicieron lo propio en 24,2% y 13,7%, respectivamente**.

Evolución del PIB vs la proyección de la Fed
(Variación Trimestral anualizada en %)



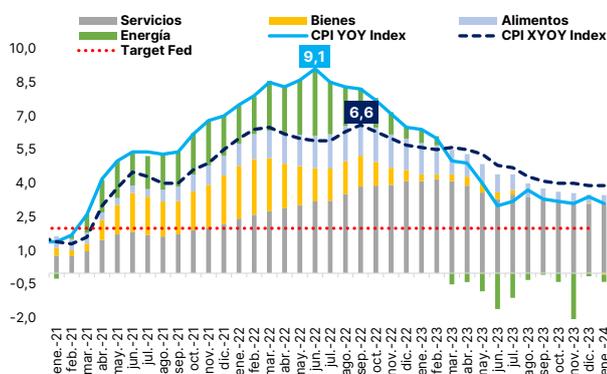
Variación mensual del Consumo Personal
(En %)



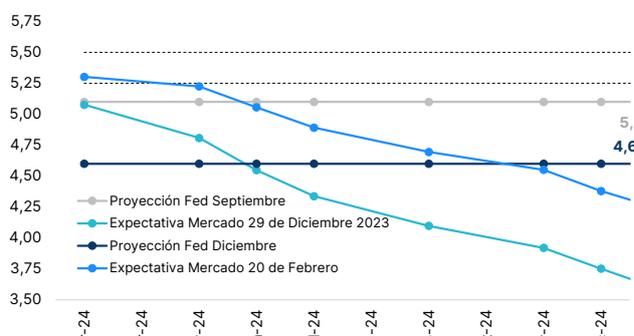
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Ahora sí, ¿cómo comienza 2024? El tramo final para alcanzar el *target* de 2% anual parece que será algo más complicado de lo esperado inicialmente. En cuanto a la inflación, **tanto el IPP como el IPC estuvieron por encima de lo previsto en enero**. La variación mensual del IPC creció a 0,3% por encima de lo esperado (0,2%), mientras que el IPP hizo lo propio en 0,3%, también superando las expectativas (0,1%). La tasa de inflación se ubicó ligeramente por encima de 3% anual (3,1% IPC), casi 1 pp por arriba del *target* del organismo. Si bien es probable que la inflación desacelere 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. Como mencionamos anteriormente, en la reunión de diciembre, Powell anunció el fin del ciclo de política monetaria contractivo. Sin embargo, en la reunión de enero, el tono de su mensaje cambió. Si bien reafirmó lo dicho en diciembre, manteniendo el rango de tasa de política monetaria en 5,25% - 5,5%, **el presidente del organismo dijo que los funcionarios actuarán con paciencia y expresó que el primer recorte podría ser recién en mayo o junio**. En términos de nivel de actividad, el sector industrial parece recuperarse en los primeros meses del año (el PMI específico del sector industrial se ubicó en 50,7 en enero), mientras que el sector de servicios extendió la tendencia observada en 2023 (el PMI específico del sector de servicios se situó en 52,5 en enero). A su vez, los datos del mercado laboral sorprendieron a los analistas con las nóminas no agrícolas casi duplicando las expectativas en enero (353 mil vs 185 mil esperado). Algo similar sucedió con la tasa de desempleo que se ubicó en 3,7% en enero vs 3,8% proyectado por el mercado. **En un contexto donde el nivel de actividad se mantiene sólido y la inflación se acelera en el margen, es probable que la Fed mantenga el nivel de tasa elevado por más tiempo** (*higher for longer*).

Evolución de la inflación en EE.UU.
(En %)



Expectativas de tasas de la Fed
(En %)



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

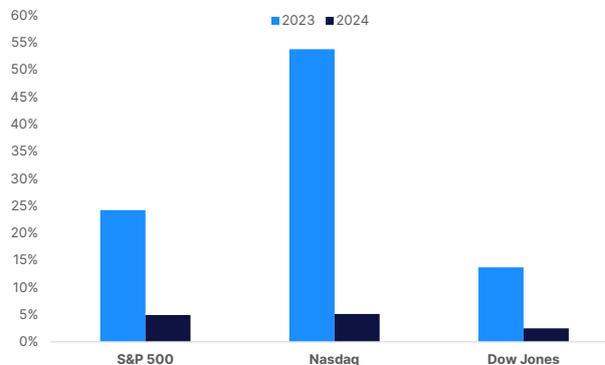
El bull market continúa... Las noticias económicas de 2024 generaron una readaptación de las expectativas. A fines de 2023, el mercado estaba muy optimista en cuanto al sendero que llevaría a cabo la Reserva Federal en materia de política monetaria. Las probabilidades implícitas en el mercado de futuros de renta fija descontaban seis recortes en la tasa de referencia para 2024, comenzando en la reunión de marzo. Mientras tanto, los miembros de la Fed descontaban solo tres recortes en sus últimas proyecciones de diciembre. De esta forma, **a medida que los datos fueron evidenciando un camino algo más complicado al previsto, el mercado ajustó sus expectativas y hoy descuenta tan solo cuatro recortes para el año**, comenzando recién en la reunión de junio en lugar de la de marzo. Esto empujó los rendimientos de los treasuries al alza a lo largo de la curva. La tasa de referencia a 10 años sumó 40 pbs en el año, ubicándose actualmente en 4,28%, mientras que el tramo corto (tasa a 2 años) hizo lo propio en 37 pbs hasta 4,62%. Más allá de la dinámica observada en el mercado de renta fija, **el S&P 500 logró superar los 5.000 puntos, sumando 4,9% YTD**. Por su lado, el Nasdaq y el Dow Jones avanzaron 5,11%

y 2,49% en el año. Tal como en 2023, el sector tecnológico se destaca por sobre el resto, sumando 11% en lo que va del año.

Evolución de los rendimientos de Treasuries (En %)



Retornos de los principales índices bursátiles



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.