

04 de marzo de 2024

# Perspectivas de la semana

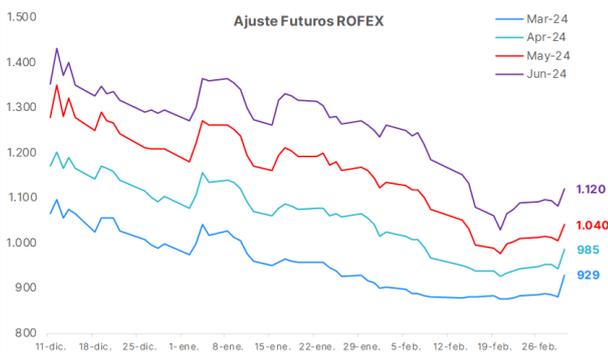
ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

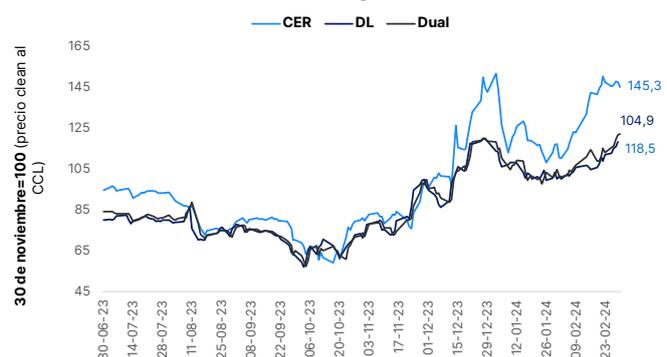
**Milei abrió el año legislativo, ¿cómo abrirán los mercados?**

En la noche del viernes pasado, el presidente habló ante el Congreso para inaugurar las sesiones ordinarias. En el mensaje describió a su manera los eventos y políticas del Gobierno hasta la fecha, pero evitó dar anuncios económicos relevantes o concretos como se rumoreó durante las últimas horas del mercado. Los futuros de dólar de ROFEX de los próximos tres meses finalizaron con subas de entre 3,5% y 5,5% el viernes, mientras que la curva Dollar Linked también había exhibido ascensos significativos (de hasta 4,5%) en los instrumentos más cortos. Claramente, los movimientos estuvieron movilizados por un rumor de anuncio de unificación cambiaria, que no se materializó durante el discurso de Milei.

**Evolución de los futuros de ROFEX**



**Índice de Deuda en pesos: DL rebotó**



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

Lo más llamativo del mensaje fue sobre el final, ante la invitación a gobernadores y expresidentes para firmar un "nuevo pacto de mayo". No obstante, Milei hizo hincapié que si no recibe el apoyo de los gobernadores y el Congreso seguirá adelante con el plan de Gobierno (con el norte puesto en la disciplina fiscal). Los diez puntos de partida para el Pacto de Mayo:

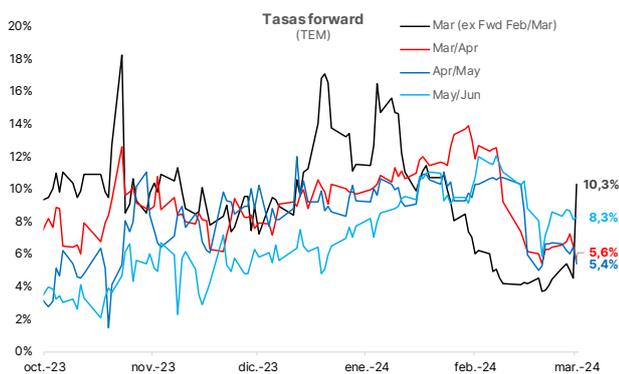
- 1.- La inviolabilidad de la propiedad privada.
- 2.- El equilibrio fiscal innegociable.
- 3.- La reducción del gasto público a niveles históricos (25% PBI).
- 4.- Una reforma tributaria que reduzca la presión impositiva.
- 5.- Rediseñar la coparticipación federal de impuestos.
- 6.- Un compromiso de las provincias de avanzar en la explotación de los recursos naturales del país.
- 7.- Una reforma laboral moderna que promueva el trabajo formal.
- 8.- Una reforma previsional que le dé sustentabilidad al sistema, respete a quienes aportaron y permita, a quienes prefieran, suscribirse a un sistema privado de jubilación.
- 9.- Reforma política estructural.
- 10.- Apertura al comercio internacional.

**Clave:** En nuestra opinión, la reacción del mercado debería ser positiva, aunque podría atenuarse con el avance de las jornadas. En este punto, en las pantallas del exterior, los bonos soberanos avanzan hasta 4,6% en el *premarket*. Por otro lado, es interesante el llamado a los gobernadores después de una semana muy agitada y en donde los activos provinciales cedieron entre 1% y 9%. Durante el fin de semana, gobernadores de todo el arco político celebraron y confirmaron su presencia al encuentro en Córdoba. Otro punto importante de la semana será el desempeño de las estrategias de cobertura después del curioso rally que reflejaron al final de la semana. Dado que creemos que se originó por un simple rumor ante la expectativa de algún anuncio cambiario durante el discurso de apertura del Congreso, esperamos que los instrumentos Dollar Linked devuelvan parte de la suba este lunes.

## Los futuros recalibrarían la suba del viernes

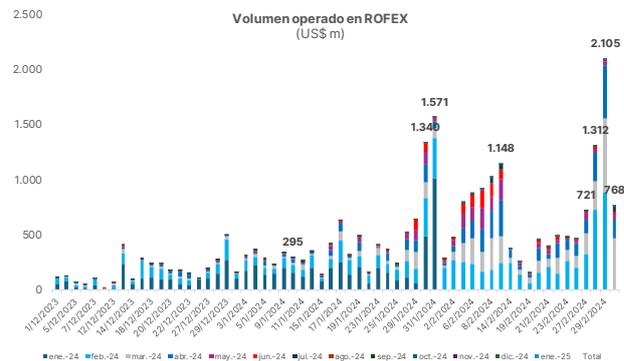
Luego de dos ruedas a la baja, los futuros de dólar de ROFEX exhibieron subas significativas el viernes a lo largo de toda la curva, en un día que el CCL escaló 1,4% hasta \$1.085 y la brecha cambiaria cerró en 28,7%. En detalle, los futuros treparon entre 1,4% y 5,5%, concentrándose los mayores avances en el tramo corto de la curva. Precisamente, el contrato de marzo se disparó 5,5% hasta \$929, el de abril 4,6% hasta \$985, el de mayo 3,5% hasta \$1.040 y el de junio 3,6% hasta \$1.120. Destacamos que estos fuertes incrementos se dieron con un alto volumen operado, a pesar de haber caído como es esperable a principio de mes. Yendo a los números, cedió de US\$1.312 millones y US\$2.105 millones en las dos últimas jornadas de febrero a US\$768 millones, lo que prácticamente triplica el volumen operado en las primeras ruedas del mes pasado. Asimismo, como suele ocurrir, las posiciones más próximas a expirar acapararon más del 92% del volumen operado, aunque destacamos que el contrato de julio, que aumentó 1,4% hasta \$1.191,5, empezó a acaparar atención al captar 7,2% del volumen operado. En tanto, la posición de marzo capturó 61,1%, la de abril 22%, la de mayo 5,8% y la de junio 3,7%. Así las cosas, considerando los movimientos del viernes, la suba directa esperada del tipo de cambio oficial en marzo se disparó a 10,3% desde un mínimo reciente de 3,7% alcanzado el 20/02. Por su parte, la forward marzo/abril cedió de 6,5% mensual a 5,6%, dado que la posición de marzo trepó más que la de abril, mientras que la de abril/mayo pasó de 6,5% a 5,4%, ya que el contrato de abril escaló más que el de mayo. Por último, la de mayo/junio subió en el margen de 8,1% a 8,3%.

### El mercado pagó un *crawling* de 10% en marzo el viernes



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

### Las subas fueron acompañadas por un salto en el volumen



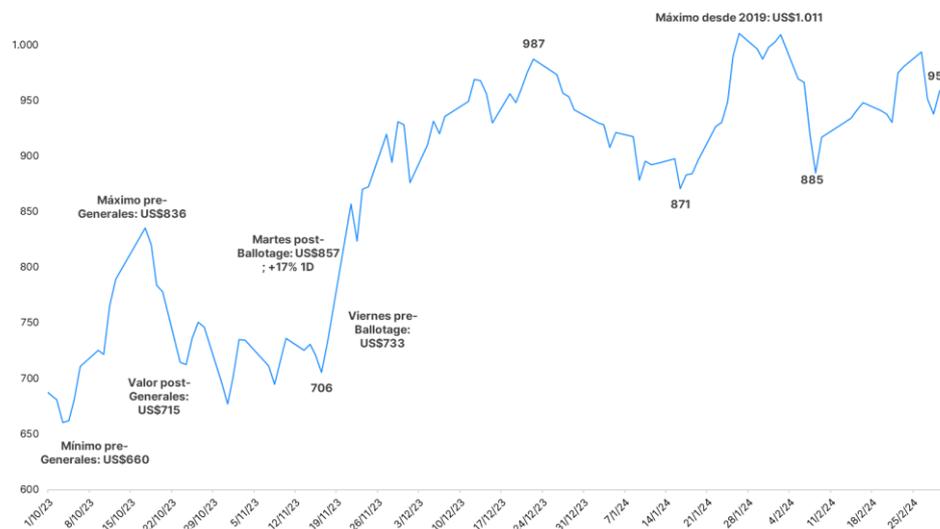
**Clave:** Lo llamativo del fuerte incremento en las posiciones de futuros es que se da en un contexto en el que la brecha viene comprimiendo sistemáticamente desde un máximo de la gestión Milei de 59,1% a 28,7% al cierre del viernes. Consideramos que el movimiento del viernes se explicó por la expectativa de algún anuncio cambiario en el discurso de apertura de sesiones ordinarias que daría el presidente. No obstante, no hubo anuncios al respecto. Milei

sólo hizo referencia a que la eliminación de los controles cambiarios está cada vez más cerca, pero sin precisar fecha. Dado que en el último *Staff Report* del FMI se requirió la presentación de una hoja de ruta para desarmar el “Cepo” antes de fines de junio, el mercado cree que esto puede ocurrir en algún momento de la segunda mitad del año. Por lo tanto, sin especificaciones al respecto por parte del mandatario, esperamos ver una corrección a la baja de los futuros de dólar hoy.

**El Merval arrancó marzo con el pie derecho**

El Merval arrancó marzo en positivo. Luego de un febrero para el olvido, el índice accionario argentino subió un 0,7% hasta los US\$965 en la rueda del viernes. Medido en pesos, la suba fue de 4,0%, de la mano del crecimiento del tipo de cambio implícito de los ADRs (+3,3%). En la bolsa local, todos los activos del panel líder operaron al alza con excepción de BMA (-0,70%) y SUPV (-0,46%). Los más beneficiados fueron ALUA (+8,50%), que venía de unas jornadas muy complicadas, TGNO4 (+8,08%) y BYMA (+7,72%). Por su parte, los ADRs operaron mixtos con fuertes subas en EDN (+4,81%), LOMA (+3,65%) e YPF (+3,06%), en tanto quienes sufrieron las mayores pérdidas fueron BMA (-0,93%), SUPV (-0,92%) y DESP (-0,56%).

**El Merval arrancó marzo con el pie derecho**



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

El viernes por la noche, en el acto de apertura de las sesiones ordinarias del Congreso de la Nación, el presidente Javier Milei convocó a la oposición a conversar sobre un nuevo tratado, que se conocerá como “Pacto de Mayo”. El mismo contendría diez puntos clave, sobre los cuales deberán estar de acuerdo, y se firmaría en Córdoba el próximo 25 de mayo. Entre los diez puntos del Pacto, encontramos una serie de intenciones que serían muy positivas para el crecimiento de las empresas en Argentina, como la inviolabilidad de la propiedad privada, el equilibrio fiscal (que permitiría alcanzar y sostener el equilibrio macro), la reducción de la presión impositiva, una reforma laboral moderna, el compromiso de las provincias a explotar los recursos naturales del país y la apertura al comercio internacional, entre los puntos más destacados. Vale la pena mencionar que a la mera declaración de los puntos no solo se ha sumado el apoyo de otros sectores políticos, como el PRO, sino que también varios gobernadores celebraron el llamado al diálogo. Entre ellos, destacan el de Córdoba y el de Chubut, ambos protagonistas de fuertes enfrentamientos con el Ejecutivo Nacional en las últimas semanas.

De acuerdo con lo expresado por el presidente, el pacto está sujeto a la aprobación de la Ley Bases y el paquete fiscal, que había sido retirado antes del tratamiento de la misma. El intento por volver a tender puentes con los gobernadores y la oposición resulta positivo, y más aún si el resultado es la sanción del proyecto enviado por el oficialismo. Sin embargo, el fracaso de la Ley Ómnibus es lo suficientemente reciente como para tomar con cautela estas intenciones.

Esperamos que los activos argentinos tengan una rueda de lunes en positivo luego de la convocatoria del presidente y la intención de recomponer relaciones con los gobernadores. Este relanzamiento vuelve a mostrar iniciativa en un oficialismo del que se tenían dudas respecto de la posibilidad de llevar adelante las reformas y el plan de gobierno.

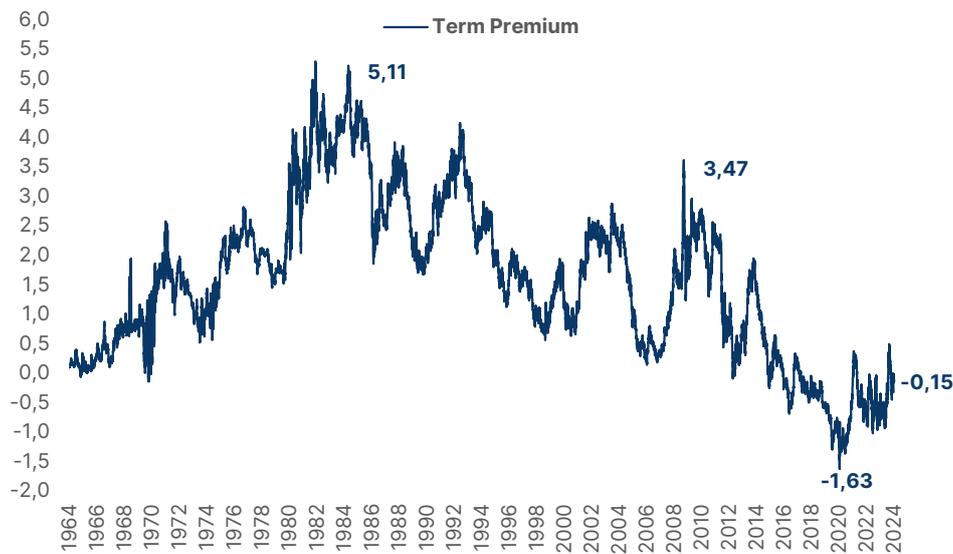
**Clave: Resultará fundamental la evolución del diálogo por el Pacto de Mayo, junto con el eventual tratamiento de la Ley Bases y el paquete fiscal. En este sentido, los ojos estarán puestos en la capacidad del oficialismo de no dinamitar los canales tendidos mientras la oposición “dialoguista” acepta acercarse a la propuesta del Gobierno. Por otro lado, es temporada de balances y en esta semana tendremos resultados de BBAR, GGAL y BYMA en el sector financiero y TGS, YPF, PAMP, CEPU y EDN en energéticas. Entre los resultados de las empresas, la clave estará en discriminar los resultados genuinos de la evolución de los negocios y aquellos extraordinarios producto de la devaluación de diciembre pasado.**

### **El elevado déficit de EE.UU. impulsa los rendimientos de los Treasuries al alza, según PIMCO**

En la década de los 80 los rendimientos de los Treasuries experimentaron un aumento significativo debido a las políticas monetarias llevadas en aquel momento para combatir la inflación. La mayor percepción de riesgo de default llevó a los tenedores de bonos a exigir una mayor compensación por el riesgo percibido por la inflación y el déficit presupuestario. Esta época se la conoció como “bond vigilantes”. PIMCO, uno de los fondos de inversión de renta fija más reconocidos del mundo, está advirtiendo que la historia mencionada anteriormente podría repetirse.

La combinación de la “*steaky inflation*” y estimaciones presupuestarias deterioradas podría comenzar a revertir la tendencia de tasas de bajas de los últimos 40 años. En su publicación, [“Back to the future: Term Premium Poised to Rise Again, With Widespread Asset Price Implications”](#), plantean la posibilidad de un aumento en la *term premium*. Esta prima es la compensación adicional que los inversores reciben por mantener bonos largos en lugar de cortos. Desde la crisis financiera global, el modelo de la *term premium* de la Reserva Federal de Nueva York sobre bonos a 10 años ha promediado en 0,5% y ha pasado un tiempo considerable por debajo de cero. En septiembre 2023, esta medida se volvió levemente positiva mientras el rendimiento de los bonos a 10 años se disparó y alcanzó un pico por encima del 5% al mes siguiente, en medio de preocupaciones sobre el déficit de Estados Unidos y la perspectiva de que la Fed podrá mantener las tasas altas por más tiempo, *higher for longer*. Si bien la *term premium* sigue siendo ligeramente negativa, los inversores de bonos están cautelosos ante otro aumento en la tasa de referencia que, a su vez, podría llevar los rendimientos a 10 años de vuelta hacia el 5% y provocar una mayor agitación en los mercados financieros en general. Si la *term premium* se vuelve positiva, incluso a niveles no tan altos como el de finales de los 90 y principios de los 2000, alrededor del 2%, esto no solo afectaría a los precios de los bonos sino a las valuaciones del equity, real state y cualquier otro activo que implique descontar un flujo futuro. Recordemos, que el año pasado la agencia Fitch, le bajó la calificación crediticia a Estados Unidos a AA+ y solo Moody’s de las tres principales agencias mantiene una calificación Aaa, pero con una perspectiva negativa.

Evolución de la Term Premium a 10 años, estimación de la Fed NY (En %)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

**Clave:** Como mencionamos anteriormente los riesgos de una *steaky inflation* podría impulsar la *term premium* al alza. ¿Qué es la *steaky inflation*? Es una situación en la que el nivel de precios sigue aumentando y no responde a los cambios en la economía. Esto significa que, incluso cuando se toman medidas para controlarla con una política monetaria restrictiva, los precios y los salarios continúan aumentando. Más allá de que en el 2023 se observó una fuerte desaceleración de la inflación, el tramo final para alcanzar el *target* del 2% anual parece más complicado de lo que se esperaba. La semana pasada se dio a conocer la inflación PCE, la medida favorita de la Reserva Federal, por su dinamismo a la hora de ajustar ante distintos shocks. La misma se situó dentro de lo esperado marcando 0,3% mensual en enero, aunque acelerándose con respecto al 0,2% de diciembre. Tal como mostraron las lecturas del IPC e IPP se registró una aceleración de la inflación en enero. Igualmente, la mayor preocupación proviene por el resultado de la inflación subyacente, la cual creció 0,4% mensual en enero, acelerándose con respecto al 0,1% de diciembre. Los datos del PCE permitieron a los funcionarios de la Reserva Federal mantener una narrativa optimista, pero con cautela, dejando entrever que mantienen su postura del *higher for longer*. En este contexto, ¿Cómo se comportó Wall Street la semana pasada? Los principales índices bursátiles finalizaron mixtos. El sector tecnológico impulsó 2% al Nasdaq Composite colocándolo en la cima, seguido por el S&P 500 que hizo lo propio 1%. No obstante, el Dow Jones fue la pata floja obteniendo un retroceso de 0,1%. Por otro lado, la renta fija soberana de EE. UU. obtuvo una compresión en las tasas para ambos tramos, aunque en mayor medida para los Treasuries en la posición más corta. De esta forma, la tasa de referencia a 2 años recortó 16bps, hacia la zona de 4,53%, mientras que la tasa a 10 años se movió 7bps en la misma dirección, hasta 4,18%. Como consecuencia, el spread entre las mismas se deslizó hacia -35bps. En cuanto a los datos económicos de esta semana, el martes se publicarán datos relacionados a la actividad como pedidos de fabricación y órdenes de bienes duraderos. Por el lado del mercado laboral, el miércoles se dará a conocer ADP y JOLTS, mientras que el viernes la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS, por sus siglas en inglés) publicará los datos oficiales del mercado laboral correspondientes a febrero (nóminas no agrícolas, tasa de desempleo, salario por hora y tasa de participación laboral). Específicamente, el mercado está esperando una desaceleración de las nóminas no agrícolas (190 mil esperado vs 353 mil en enero) y estima que la tasa de desempleo se mantenga en 3,7%.

## Lo que Pasó

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
<b>26-feb</b>	US	Ventas viviendas nuevas	Ene	661K	680K	664K
	JAP	IPC YoY	Ene	2,20%	1,9%	2,60%
<b>27-feb</b>	US	Órdenes bienes duraderos	Ene	-6,1%	-4,0%	0,0%
	US	Confianza del consumidor	Feb	106,7	114,7	114,8
	BR	IBGE inflación IPCA-15 MoM	Feb	0,78%		0,31%
<b>28-feb</b>	US	PIB anualizado QoQ	Feb	3,20%	3,30%	3,3%
	US	Solicitudes de hipoteca MBA	Feb	-5,6%		-10,6%
	CH	PMI de fabricación	Feb	49,1		49,2
	JAP	Producción industrial MoM	Ene	-7,5%		1,4%
<b>29-feb</b>	US	Gasto personal	Ene	0,2%	0,2%	0,7%
	US	Deflator subyacente PCE MoM	Ene	0,4%	0,4%	0,2%
	US	Peticiones Iniciales de Desempleo	Ene	215K	210K	201K
	US	PMI Chicago MNI	Feb	48	44	46
	UK	Aprobaciones de Hipotecas	Ene	55,2K		50,5K
	JAP	Desempleo	Ene	2,4%		2,4%
<b>1-mar</b>	US	PMI de fabricación EE. UU. S&P Global	Feb	52,2	51,2	51,5
	US	ISM manufacturero	Feb	47,8	49,1	49,1
	AR	Ingresos tributarios gobierno	Feb	7249,0B		7700,0B
	BR	PIB YoY	4Q	2,10%		2,00%
	BR	PMI de fabricación de Brasil S&P Global	Feb	54,1		52,8
	UK	PMI de fabricación R. U. S&P Global	Feb	47,5	47,1	47,10%

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

## Lo que Vendrá

	PAIS	INDICADOR	FECHA	REAL	ESTIMADO	PREVIO
<b>4-mar</b>	JAP	IPC Tokio	Feb			1,6%
	CH	Servicios PMI de China Caixin	Feb			52,5
<b>5-mar</b>	AR	Ventas Domesticas de vehiculos Adefa	Feb			15942
	US	Órdenes bienes duraderos	Ene			
	US	Pedidos de Fábrica	Ene			0,20%
<b>6-mar</b>	US	ADP Cambio de empleo	Feb			107K
	AR	Ingresos Tributarios Gobierno	Feb			7700,0B
	BR	Produccion Industrial YoY	Ene			1,0%
	BR	Produccion Industrial MoM	Feb			1,1%
<b>7-mar</b>	US	Balanza Comercial	Ene			-62,2B
	US	Peticiones Iniciales de desempleo	Mar			
	BR	Producción de vehículos Anfavea	Feb			152564,00
	JAP	Balanza de Pagos por Cuenta Corriente	Ene			¥744.3B
<b>8-mar</b>	US	Cambio en nóminas no agrícolas	Feb		150K	353K
	US	Tasa de Desempleo	Feb		3,80%	3,70%
	CH	IPP YoY	Feb			-2,50%
	CH	IPC YoY	Feb			-0,80%

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

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy

[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

### **Natalia Denise Martin**

Analyst

[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

### **Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader

[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Emiliano Anselmi**

Chief Economist

[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management

[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

### **Martín Cordeviola**

Analyst

[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

### **Gerardo Stvass**

Analyst

[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@portfoliopersonal.com)

### **Melina Eidner**

Economist

[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Delaney**

Intern

[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@portfoliopersonal.com)

### **Lautaro Casasco Herrera**

Analyst

[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

### **María Solana Cucher Fajans**

Economist

[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

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

✉ [consultas@portfoliopersonal.com](mailto: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.