

07 de marzo de 2024

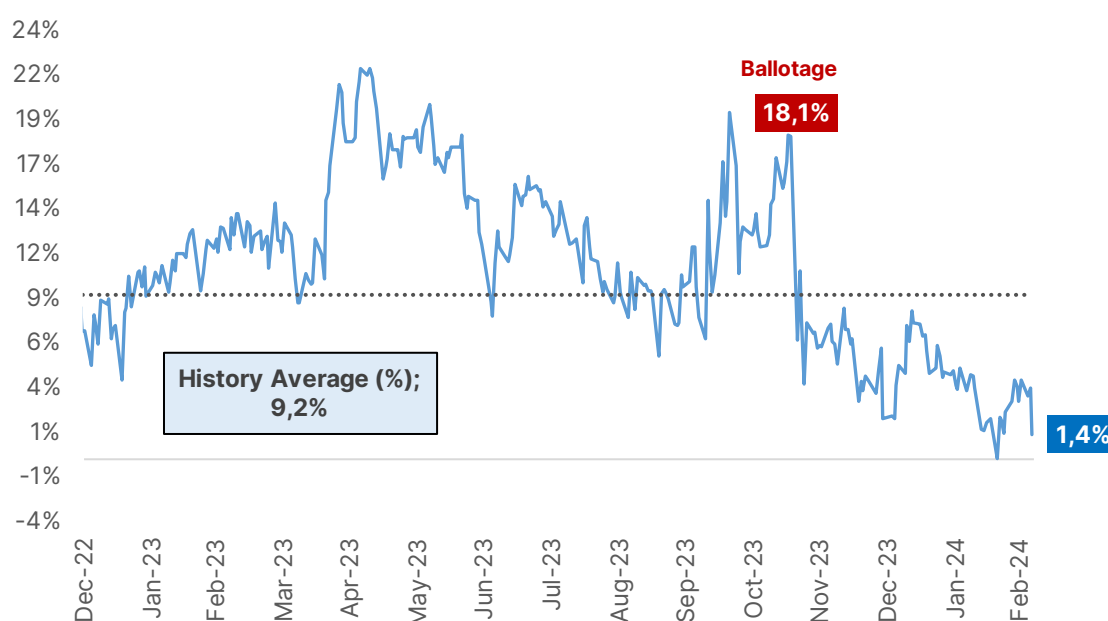
# Daily Mercados

ppi

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

**La deuda en dólares se equilibró ayer**

**Luego de la compresión del martes, los Globales lograron terminar prácticamente flat este miércoles.** La deuda soberana en dólares no sostuvo los leves movimientos positivos con los que arrancó el día ayer por lo que culminaron sin tantos cambios y con poco volumen de operaciones. En esta línea, el precio promedio ponderado del segmento apenas comprimió 0,2% hacia los US\$42,2. En detalle, el GD29 y GD46 finalizaron *flat* mientras que el GD30 y GD35 apenas avanzaron 0,1% en la rueda mientras que el GD41 y GD38 comprimieron 0,5% y 1%, respectivamente. Por otra parte, la deuda soberana ley local por amplio margen tuvo una mejor rueda que el martes. En este sentido, **los soberanos en dólares ley argentina treparon en promedio 2,2% por lo que el spread legislación recortó notablemente volviendo a valores de mediados de febrero.**

**Spread legislación GD/AL**

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

**Cabe mencionar que la última jornada siguió siendo favorable para el universo emergente.** En esta dirección, el EMB ETF sumó 0,3% al tiempo que los rendimientos de los Treasuries recortaron. En detalle, la tasa de referencia a 10 años descendió 5bps hacia la zona de los 4,12%. En efecto, si la tasa libre de riesgo desciende es esperable ver flujos de capitales a activos de mayor riesgo. Ahora bien, si comparamos la performance de los Globales con la del resto de créditos emergentes podemos seguir viendo un contraste. Sobre este punto, si bien los bonos criollos están altamente influenciados por los acontecimientos del exterior (ver sección internacional), **es altamente probable que estén afectados por ruido local.** En relación con esto último, no hay fundamentos claros que estimulen las cotizaciones del segmento de cortísimo plazo, puesto que, si bien una postura de Milei más conciliadora es positiva, el mercado tiene que ver para creer.

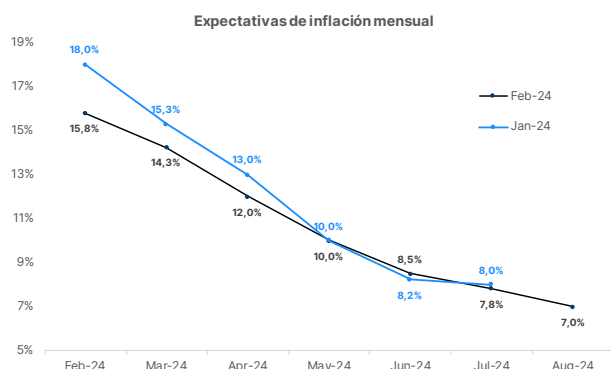
Por otra parte, continuando con la deuda en dólares argentina, **fue una jornada favorable para el mercado secundario de los Bopreal Serie 1.** Los strips se movieron entre 1,3% y 7,5% siendo los avances más marcados el de strip C (+6%) y el D (+7,5%). Comentando sobre los Bopreal, como destacamos ayer, hoy es el último día para que el Banco Central ofrezca la segunda licitación hasta US\$2.509 millones de la Serie 3. Seguimos sin tener una referencia de precio clara en el secundario, de hecho, la emisión de la semana pasada líquida recién hoy. Pero sin la posibilidad

de realizar pagos de impuestos con dicho bono y con un primer pago de amortización recién en noviembre del 2025, el rendimiento debería estar más próximo al strip D del BOPREAL Serie 1.

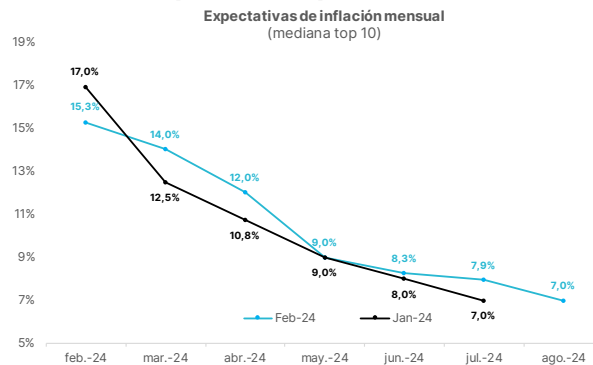
### Nueva corrección en las expectativas de inflación

Ayer por la tarde el Banco Central publicó el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) correspondiente a febrero. Como esperábamos en base a los datos de alta frecuencia, los analistas encuestados por el BCRA **corrigieron mayormente a la baja sus expectativas de inflación**. En detalle, **la inflación prevista para febrero recortó 2,2 pp de 18% a 15,8%, la de marzo 1,1 pp de 15,3% a 14,3% y la de abril 1 pp de 13% a 12%.** En tanto, **el REM continúa esperando que la inflación alcance el umbral de 10% recién en mayo.** La inflación prevista para junio trepó apenas 0,3 pp de 8,2% a 8,5%, mientras que para julio cedió 0,2 pp de 8% a 7,8%. Por último, para agosto se espera que la inflación extienda su tendencia bajista, alcanzando 7%. En cambio, **el top 10 sólo revisó a la baja su expectativa para febrero de 17% a 15,3% (-1,6 pp), pero ajustó al alza entre 0,3 y 1,5 pp las de marzo en adelante.** Se destacaron los incrementos en marzo y abril, que pasaron de 12,5% a 14% y de 10,8% a 12%, respectivamente.

#### El REM ajustó a la baja sus expectativas de inflación



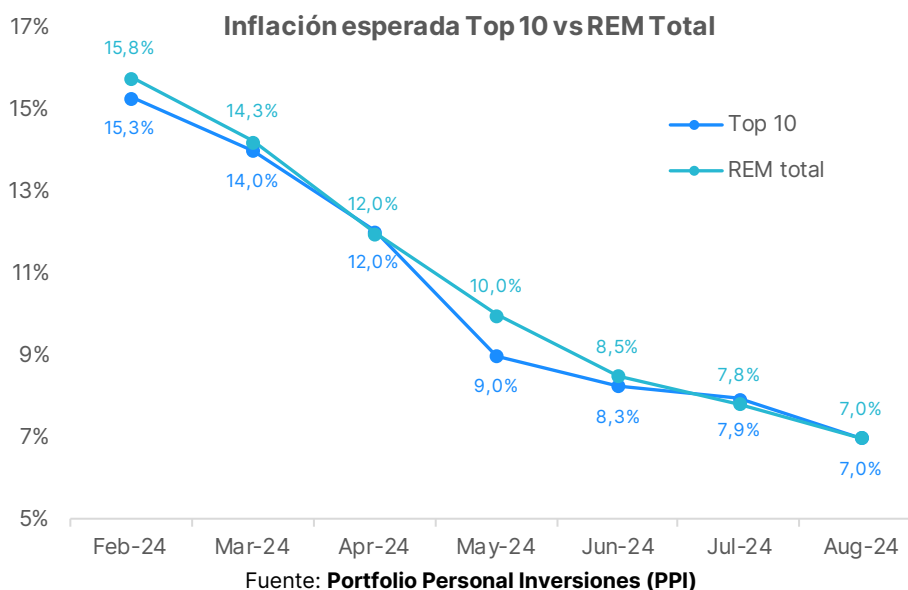
#### El top 10 sólo corrigió a la baja su expectativa para febrero



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

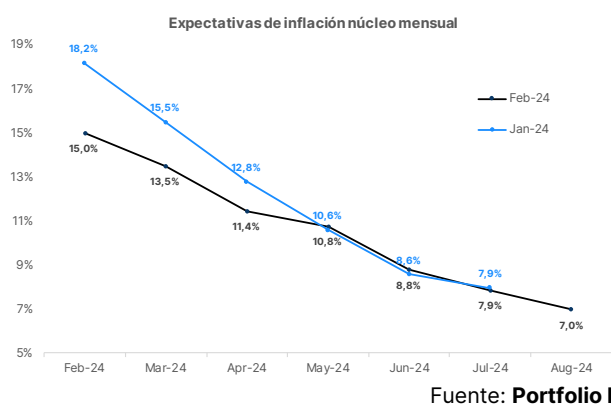
Si bien a simple vista resulta llamativa la divergencia de movimientos entre el top 10 y el total de encuestados, permitió que haya un mayor consenso entre ambos grupos sobre la inflación esperada (ver gráfico de abajo). Precisamente, en el REM de enero, el total de la muestra preveía una inflación entre 0,2 pp y 2,8 pp por encima del top 10 (con excepción de mayo que *matcheaban*), mientras que en febrero se redujo ese rango a -0,1 pp / 1 pp. En definitiva, el REM descuenta **una aceleración más marcada que la prevista inicialmente, denotando que el crawling peg al 2% mensual habría servido como ancla nominal y que se espera que la brecha cambiaria se mantenga en niveles relativamente bajos.** Más allá de esto, consideramos que **los analistas podrían estar subestimando la baja de la inflación, la cual podría ser más abrupta y en un menor tiempo que lo estimado por el REM.** En relación con esto, el ministro Caputo afirmó hace unos días atrás que **la inflación de febrero se acercaría más a 10% que 20%**, cuando tanto el REM general como el top 10 ve eso recién ocurriendo en marzo. Asimismo, la mediana de las mediciones de alta frecuencia ronda 13% para febrero cuando el top 10 prevé 15,3% y el total del relevamiento 15,8%. Recordamos que **hoy al mediodía se publicará el IPC de CABA**, el cual será el primer dato oficial que se conozca y permitirá determinar con mayor exactitud en cuánto podría rondar la inflación nacional.

## Mayor consenso entre la inflación esperada por el top 10 y el total del REM

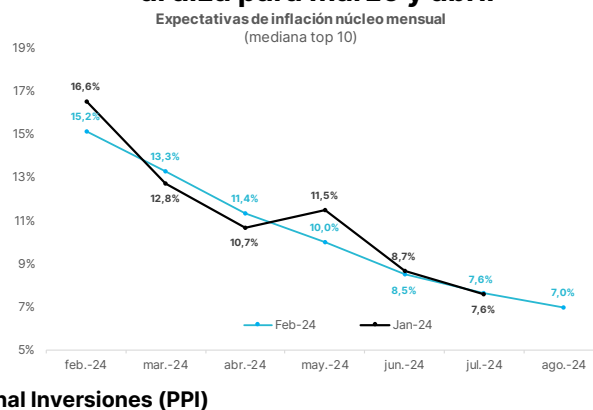


En cuanto a la **inflación núcleo**, también se ajustaron a la baja las expectativas, incluso exhibiendo una mayor caída que la de la medición general. Yendo a los números, la **inflación esperada para febrero recortó de 18,2% a 15%**, la de marzo de **15,5% a 13,5%**, y la de abril de **12,8% a 11,4%**. En tanto, la prevista para junio se incrementó en el margen de 10,6% a 10,8% al igual que la de julio, que escaló de 8,6% a 8,8%, mientras que la de julio se mantuvo sin cambio en 7,9%. Por su parte, **el top 10 espera una inflación core de 15,2% en febrero, 13,3% en abril y 11,4% en mayo**.

### Fuerte desaceleración esperada de la inflación núcleo



### El top 10 corrigió a la baja para febrero, pero al alza para marzo y abril



### El Merval se recuperó de las pérdidas del martes

**El Merval recuperó por completo la caída del martes, pues subió 3,6% en dólares hasta alcanzar los US\$986.** En pesos, la suba fue más modesta (+0,7%), pero el gran protagonista de la jornada, el tipo de cambio implícito de los ADRs, se desplomó 2,8%. Así, las acciones se mostraron mayormente en rojo, con excepción del sector bancario que mostró considerables subas encabezados por BBAR (+7,2%), SUPV (+5,4%) y GGAL (+4,2%). Del otro lado, el sector de servicios públicos fue el más golpeado, con EDN (-5,6%), TRAN (-5,5%) y TGSU2 (-3,2%) encabezando las pérdidas. En este contexto, los ADRs operaron en su mayoría al alza, con BBAR

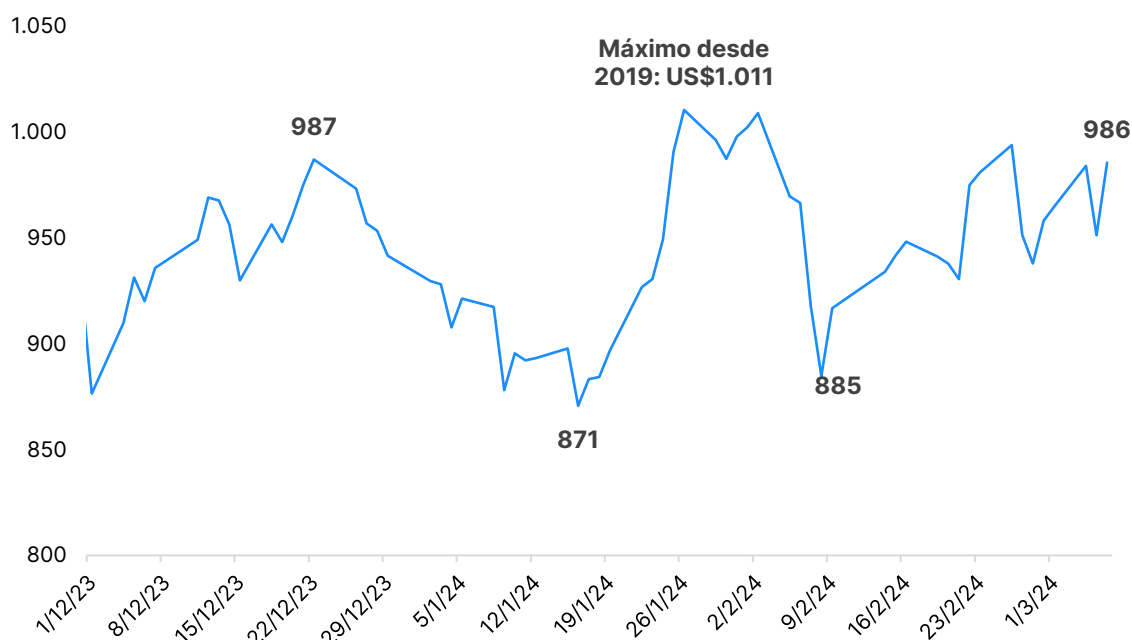
volando (+13,1%), seguido por SUPV (+8,3%) y GGAL (+8,1%). Entre los números rojos, encontramos a EDN (-3,5%), TEO (-2,7%) y TGS (-1,3%).

**La fortaleza que muestran los papeles del sector bancario puede tener correlato con los balances que vienen mostrando ganancias extraordinarias**, explicados principalmente por la exposición a bonos con ajuste por devaluación al momento del salto del tipo de cambio oficial del 13 de diciembre pasado. Por otro lado, **en el caso de las energéticas, hemos visto balances que reflejan el atraso en las tarifas de los segmentos regulados** y que llevaron a TRAN y TGS a sufrir pérdidas en el último trimestre.

En particular, **TRAN sacó un comunicado en la jornada de ayer en el que ponen en conocimiento del público la delicada situación de caja que atraviesa la empresa**. Luego de una reunión con CAMMESA en la que no se obtuvieron certezas sobre los futuros pagos de al menos una remuneración mensual, **la compañía alertó que no podrá cancelar sus obligaciones operativas y salariales en término**. Cabe mencionar que **CAMMESA aporta el 95% de los recursos de Transener** y están pendientes de pago la mitad de los servicios prestados en noviembre, el total de diciembre más los intereses y la factura de enero que esta próxima a vencer.

Las empresas del sector energético no estarían recibiendo los pagos de CAMMESA, pero a su vez, CAMMESA no estaría recibiendo las transferencias necesarias para afrontar estas deudas. **Se empieza a ver como uno de los ítems que ayudan a mostrar buenos números en materia fiscal tienen como contracara la postergación de pagos por parte del Ministerio de Economía**. Así, las operaciones de varias empresas del sector estarían siendo afectadas, pues no contarían con la capacidad para continuar su actividad habitual inalterada con recursos propios.

### El Merval subió 3,6% hasta los US\$986

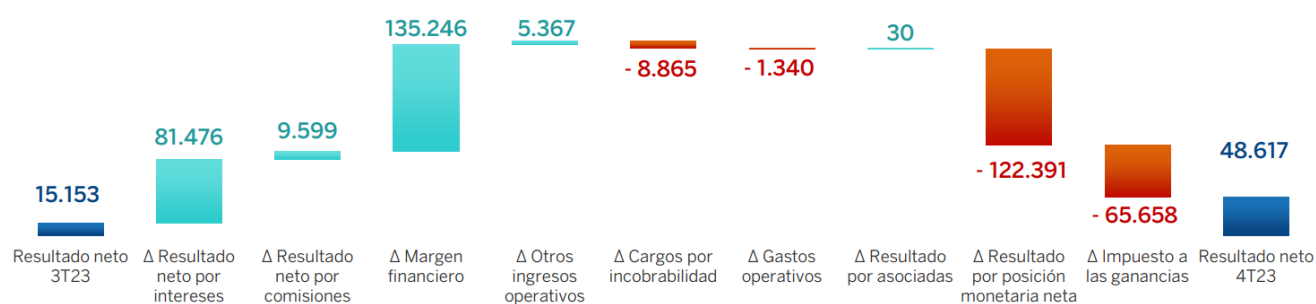


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**



En línea con el sector, BBAR cerró su año con un 4Q23 caracterizado por la devaluación. El banco BBVA Argentina presentó los resultados del cuarto trimestre del año (4Q23) con ganancias superiores a las esperadas. El resultado neto del período fue de \$48.617 millones, lo que representa un aumento del 220,8% frente al 3Q23, pero una disminución del 8,7% interanual (yoy). Entre los principales rubros, encontramos los resultados netos por intereses (\$495.717 millones) con un aumento de 50,1% frente al 4Q22 y el resultado neto por comisiones (\$35.597 millones) con un crecimiento de 12,4% yoy en términos reales. En la misma línea, la mayor posición en Duales derivó en ingresos por diferencia de cotización de oro y moneda extranjera que se elevaron significativamente hacia \$197.454 millones. Ello empujó al ingreso operativo neto 85,9% a \$689.605 millones. Por otro lado, al igual que hemos observado en el resto de las presentaciones de entidades financieras, el efecto de la inflación ha sido bestial, provocando una contracción de \$355.500 millones en los resultados del trimestre (+212,4% vs 4Q22). Finalmente, destacamos que BBVA tuvo un resultado integral de \$252.020 millones gracias a Otros resultados integrales (ORI), donde el banco registra las variaciones en el valor de mercado de sus posiciones en instrumentos CER.

### Explicación de los resultados del 4Q23 de BBAR



Fuente: Informe de Resultados BBAR

Profundizando en los ingresos por intereses, en el 4Q23 cayeron 2,2% frente al 3Q23, pero aumentaron un 40% frente al 4Q22. **En el trimestre, bajaron los ingresos por títulos públicos debido a que las Leliqs fueron canceladas en su totalidad en el mes de diciembre.** En esta línea, la rotación hacia instrumentos alternativos como pases pasivos (nuevo instrumento de liquidez y de tasa de referencia del BCRA) y títulos CER compensaron parcialmente la caída en los ingresos. **En definitiva, los ingresos por títulos públicos cayeron 20,5% yoy por la menor cartera de Leliqs.** No obstante, el margen neto de interés total fue de 50,0%, superando en 14 puntos porcentuales al del 3Q23. Mientras tanto, los ingresos por comisiones aumentaron un 14,9% frente al 4Q22 y 18,8% versus el 3Q23 debido a mayores ingresos por tarjetas de crédito (+42,2%).

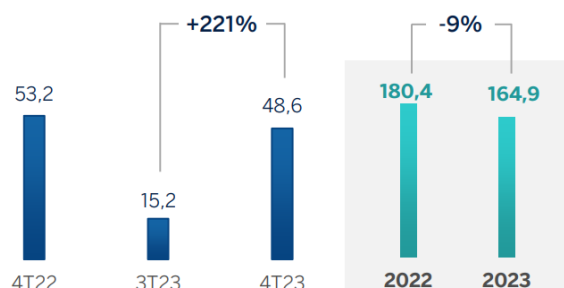
En lo que respecta a los activos, los préstamos al sector privado en pesos cayeron un 9,0% en el trimestre (-16,1% yoy) como consecuencia de una baja en tarjetas de crédito (-7,4%), otros préstamos (-19,9%) y préstamos personales (-21,5%). Por otro lado, los adelantos (+1,6%) parcialmente compensaron la caída. Del lado del pasivo, los depósitos totales descendieron a \$3.639.307 millones (-11,0% yoy), donde casi la totalidad corresponde al sector privado (\$3.602.700 millones). A su vez, la porción de depósitos correspondiente al sector privado no financiero se redujo en un 26,5% yoy (hasta los \$2.343.616 millones). En el trimestre, la caída se explica por una reducción de plazos fijos (-40,9%), cuentas de inversión (-37,1%) y cuentas corrientes (-22,0%). En cuanto a la hoja de balance, observamos un aumento marginal en los

activos (+0,4% yoy) y una contracción de los pasivos (-5,2% yoy), lo que arroja un incremento del patrimonio en términos interanuales del 25%.

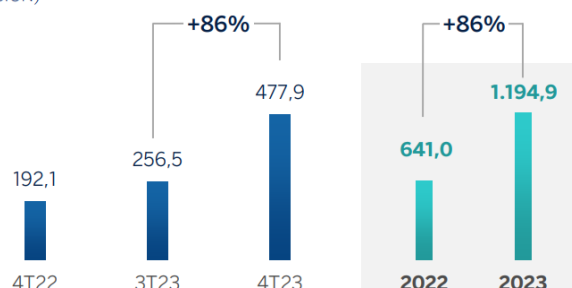
Al igual que vimos en otros bancos que presentaron balances esta semana, en un contexto de alta inflación, contracción de depósitos y préstamos, **la tenencia de títulos públicos, en especial de bonos duales, generaron ganancias por encima de lo esperado por el mercado. Prueba de ello es que la cotización del ADR aumentó más de 13% luego de la presentación de balance.** En un contexto en el que las condiciones macroeconómicas se normalicen, BBAR tiene posibilidades de incrementar su participación en el mercado de créditos privado y reducir su exposición al riesgo público que, en condiciones excepcionales, le ha permitido obtener ingresos extraordinarios.

### Evolución de los resultados del 4Q23 de BBAR

**RESULTADO NETO** (AR\$ miles de millones, AJUSTADOS POR INFLACIÓN)



**RESULTADO OPERATIVO** (AR\$ miles de millones, AJUSTADOS POR INFLACIÓN)



Fuente: Informe de Resultados BBAR

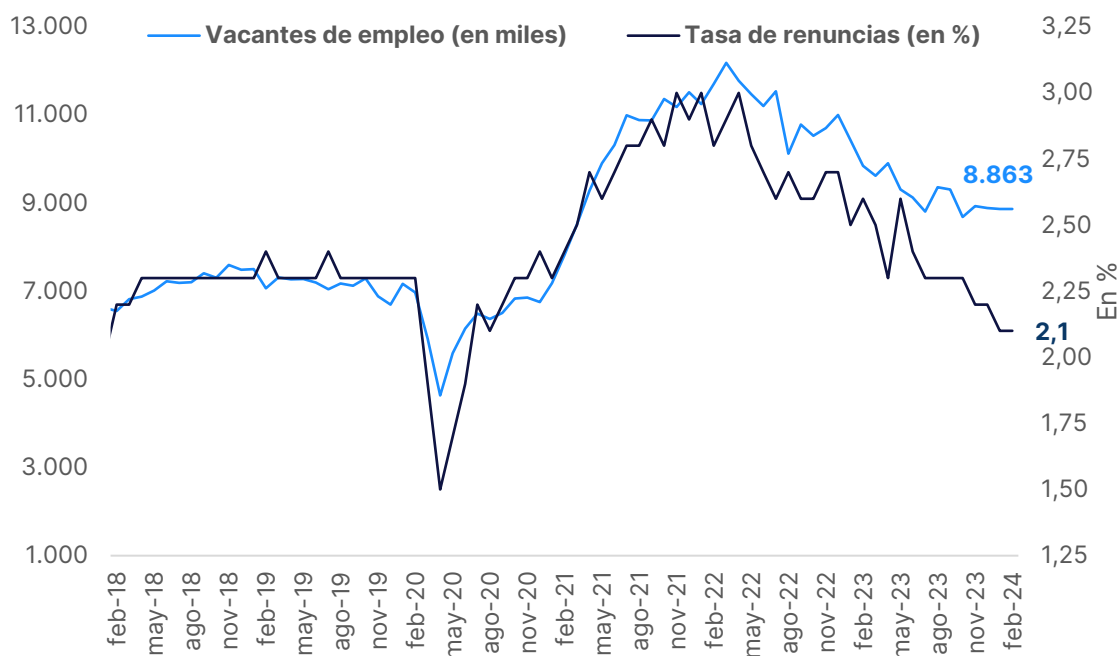
### No News, good news. Powell reiteró que no tiene prisa por reducir tasas y cayó la 10Y

**El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, reiteró frente al congreso, que el banco central no tiene prisa por reducir las tasas de interés,** aunque añadió que probablemente sea apropiado comenzar a reducir los costos de endeudamiento "en algún momento de este año". Esto fue suficiente, **para impulsar los bonos a 10 años, donde la tasa de referencia recortó 5pbs, hacia la zona de 4,12%.** Bajo este marco, los principales índices bursátiles cerraron el miércoles pintados de verde. El Nasdaq ascendió 0,58%, seguido de cerca por el S&P 500 y el Dow Jones que hicieron lo propio en 0,55% y 0,2%, respectivamente. **Hoy Powell vuelve a hablar, testificará ante el comité de Banca del Senado a las 12:00hs de Argentina** (10:00hs en Nueva York). El testimonio llegará justo después de conocerse los datos semanales sobre desempleo, donde el mercado espera una desaceleración de los reclamos continuos para la semana que concluyó el 24 de febrero (1,88 millones esperado vs 1,91 millones de la semana anterior).

Por otro lado, **estamos a un día del informe del empleo correspondiente a febrero.** ¿La economía está recalentándose, con la inflación y el crecimiento al alza? ¿O los resultados observados son producto de particularidades del momento y algo de estacionalidad? Por el momento, hay más preguntas que respuestas, pueden visitar nuestro [daily del martes](#) para obtener más detalle sobre la relevancia de los datos de mañana. Mientras tanto, **ayer se dio a conocer información acerca del mercado laboral, las vacantes de empleo se situaron en 8,86 millones en enero por encima de lo esperado** (8,85 millones) y en un nivel similar al observado en diciembre (8,89 millones). ¿Esto implica un sobre calentamiento del sector? Es decir, que la sobre oferta de empleo implique que las empresas tengan que convalidar sueldos más altos y que esto genere efectos de segunda en la evolución de los precios. Si bien esto puede ser así, **están sucediendo dos fenómenos al mismo tiempo,** por un lado, **los empleos vacantes se mantienen en niveles altos,** sin embargo, **la tasa de renuncias continúa descendiendo a un ritmo considerable.** ¿Qué implica esto? Menos

renuncias, salarios más bajos, menor inflación. Como mencionamos anteriormente, esto es solo una parte de la película, y para tener una mejor imagen del sector tendremos que esperar a los datos de mañana.

### Evolución de las vacantes de empleo (JOLTS) vs tasa de renuncias



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



## 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.