

12 de marzo de 2024

# Daily Mercados

ppi

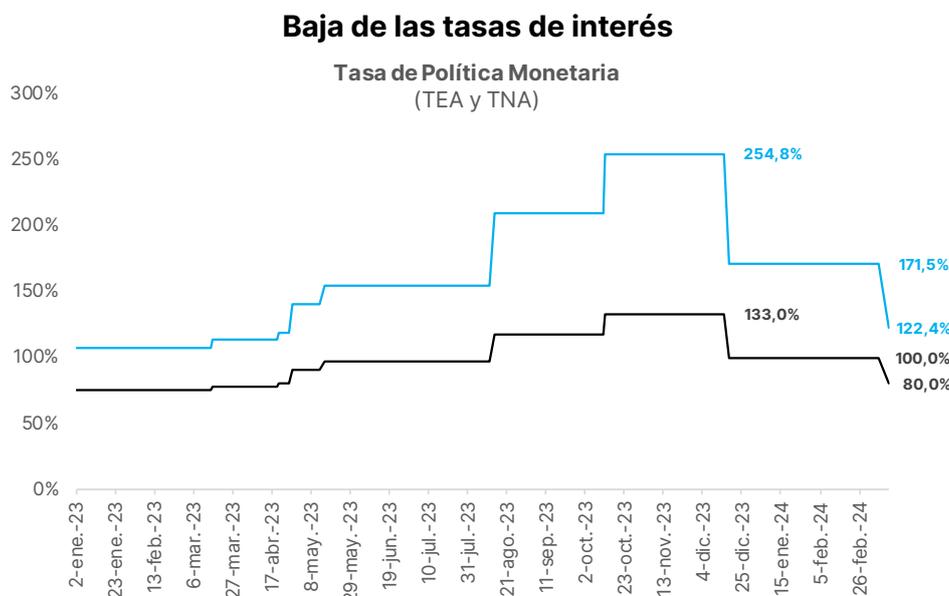
Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

## Fuerte baja de tasas de interés

Ayer el Banco Central publicó un [comunicado](#) en el que enfatizó que “la coyuntura económica presenta señales visibles de reducción de la incertidumbre”, las cuales requieren nuevas medidas de política monetaria. Entre los fundamentos detrás de esta decisión, se destacó: 1) la desaceleración de la inflación general (anticipa que el dato de febrero, que se publicará hoy a las 16h, estaría más cerca del 10% que del 20%) y la perspectiva favorable para la núcleo; 2) la moderación de la emisión monetaria en términos reales por la eliminación de la monetización del déficit fiscal y la colocación de BOPREAL como la consecuente mejora del balance de la autoridad monetaria; 3) la acumulación de reservas netas; 4) la estabilidad de la brecha cambiaria y la baja sostenida de los futuros de dólar.

En respuesta a la evolución de la coyuntura, **el BCRA tomó tres medidas claves**, que se resumen en:

1. **Reducción de la tasa de política monetaria (Pases Pasivos) de 100% TNA a 80% o de 171,5% TEA a 122,4%.**
2. **Prohibición de que los FCI puedan colocar Pases Pasivos con el BCRA.**
3. **Eliminación de la tasa mínima de Plazo Fijo.**

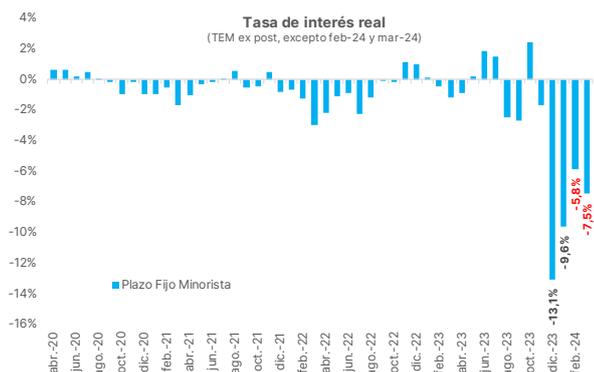


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**¿Cuáles son los efectos económicos de estas medidas?** En primer lugar, **este recorte vuelve a llevar a las tasas reales *ex ante* y *ex post* a terreno muy negativo**, acercándolas nuevamente a los niveles de enero luego de una mejora en febrero. La tasa mensual de política monetaria pasó de 8,6% a 6,8%, mientras que la de Plazo Fijo de 9% a 5,8%, asumiendo 70% TNA como pagan algunos bancos esta mañana. Así, suponiendo una inflación de 15,8% para febrero y 14,3% para marzo, en línea con el último REM, la tasa real de un Plazo Fijo empeoraría de -5,8% mensual en febrero (posiblemente la *ex post* sea menos negativa y más cercana a -3/-4%) a -7,5% en marzo, acercándose al -9,6% *ex post* alcanzado en enero. En definitiva, la represión financiera puede continuar mientras el “Cepo” siga en pie. Quedó en evidencia que el CCL depende más de las restricciones a la demanda y la oferta extraordinaria de los exportadores por el esquema 80/20% que de las tasas de interés. Más allá del cortísimo plazo, un desmantelamiento del “Cepo” requiere tasas reales positivas para evitar un posible *overshooting* del tipo de cambio y, en consecuencia, una nueva ronda de aceleración de precios. Asimismo, la tasa real tan negativa augura que **la**

**erosión de los saldos reales seguirá extendiéndose en el corto plazo, a pesar de que el M3 Privado Amplio (incluye los Pases Pasivos de FCI con el BCRA) se ubica en mínimos históricos** al haberse desplomado 27,8% real en la administración Milei. En otras palabras, la economía se maneja con 9,9% menos de dinero que en 2003. La pregunta relevante es hasta cuándo va a prolongarse este proceso de erosión de saldos reales y cuál es el nivel "objetivo" para iniciar el proceso de estabilización.

### La tasa real vuelve a ser muy negativa



### Fuerte erosión de los saldos reales en la gestión Milei



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

En segundo lugar, la eliminación de la tasa mínima de Plazo Fijo, impuesta en la gestión AF en abril 2020, **mejora la rentabilidad de los bancos, que pasan de tener un margen de intermediación negativo a uno positivo**. Vale recordar que la tasa de Pases Pasivos neta de Ingresos Brutos (alícuota de 3% en CABA) era de 8,3% efectivo mensual versus una de Plazo Fijo de 9%, lo que implicaba un margen negativo de 70 puntos básicos (pbs). Con la tasa de Plazo Fijo en 70% TNA, el margen de intermediación pasa a positivo en 83 pbs al ser la tasa efectiva de Pases 6,58% y la de Plazo Fijo 5,75%.

Por último, la baja de tasas redonda en una **reducción del *spread* entre tasa en pesos y *crawling peg* de alrededor de 655 pbs a 478 pbs, disminuyendo el costo de apalancamiento tanto para exportadores como importadores**. Esto podría ser contraproducente para la liquidación en el MULC, tensando la dinámica en el mercado oficial. Sin embargo, suponemos que habría espacio para hacerlo con el inicio de la cosecha gruesa acercándose. En cuanto a los importadores, también se abarata su costo de apalancamiento, pero no pueden adelantar pagos si quisieran al estar programado y escalonado su acceso al MULC.

### Consecuencias en la deuda en pesos, ¿un empujón para el 'Mega' Canje?

El Banco Central tomó una decisión relevante para las decisiones de manejo de liquidez. A priori, buscar rendimiento en instrumentos de corto plazo (y sin volatilidad) ahora será más complicado. En este punto, **esperamos que las tasas de caución y de los fondos de liquidez inmediata reproduzcan esta baja al menos en la misma magnitud**. A pesar de que el stock de pases en manos de la industria de FCI era prácticamente nulo (0,1% del AUM de los fondos t+0), quitarle la posibilidad de poder hacer pases directamente con el BCRA juega a favor de la intermediación bancaria y disminuye en el margen el interés que pueden pagar los 'Money Market'.

### Certezas e interrogantes después de la baja de tasas

Baja en las tasas cortas de Caución, Plazo Fijo y 'Money Market'	¿Pausa en la apreciación del Peso?
¿Mejora en la adhesión del 'Mega' Canje?	Fortaleza en la deuda en pesos de corto plazo

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

No obstante, también surgen algunos interrogantes. El primero que abrimos a debate es el efecto sobre la aceptación o adhesión al canje del Tesoro. **Podríamos afirmar que la búsqueda de rendimiento incentivará la participación de las entidades financieras en el *swap* que se ofrece hoy.** No es un detalle menor. Ayer mencionamos que, según nuestras estimaciones, la tenencia del sector público alcanza 64% del stock de deuda elegible, mientras que del 36% remanente, 25/30 pp estarían en manos del sistema financiero. En otras palabras, la adhesión de los bancos es muy relevante para evaluar el éxito (o no) de la operación. Sin puts del BCRA, el descalce de plazos de los depósitos era el principal problema, pero bajo este nuevo contexto, el incentivo es mayor. Ahora bien, desde la óptica opuesta, **la falta de alternativas de corto plazo mejorará aún más los precios de los títulos cortos en el mercado secundario** (algo que ayer ya pensábamos que iba a ocurrir) y deteriorará el [premio por entrar al canje](#). En síntesis, **nos volcamos a pensar que la medida juega a favor de una mayor aceptación**, pero con ciertos reparos.

**Quizás el mayor interrogante radica en la evolución de los dólares financieros.** El recorte de los rendimientos reduce el atractivo de las estrategias de carry trade, y, por lo tanto, podría significar una pausa en el proceso de apreciación del peso. Sin embargo, mantenemos nuestras dudas. En nuestra opinión, en base a lo que hemos transmitido durante las últimas semanas, la evolución de los dólares financieros depende más de la ingeniería del Cepo que otra cosa. En este punto, **si la oferta de dólares por el esquema 80-20 persiste y la demanda de CCL continúa reprimida (el BOPREAL Serie 3 así lo muestra), es probable que el efecto sobre el dólar sea relativamente ligero.**

#### El Merval arrancó la semana con el pie izquierdo

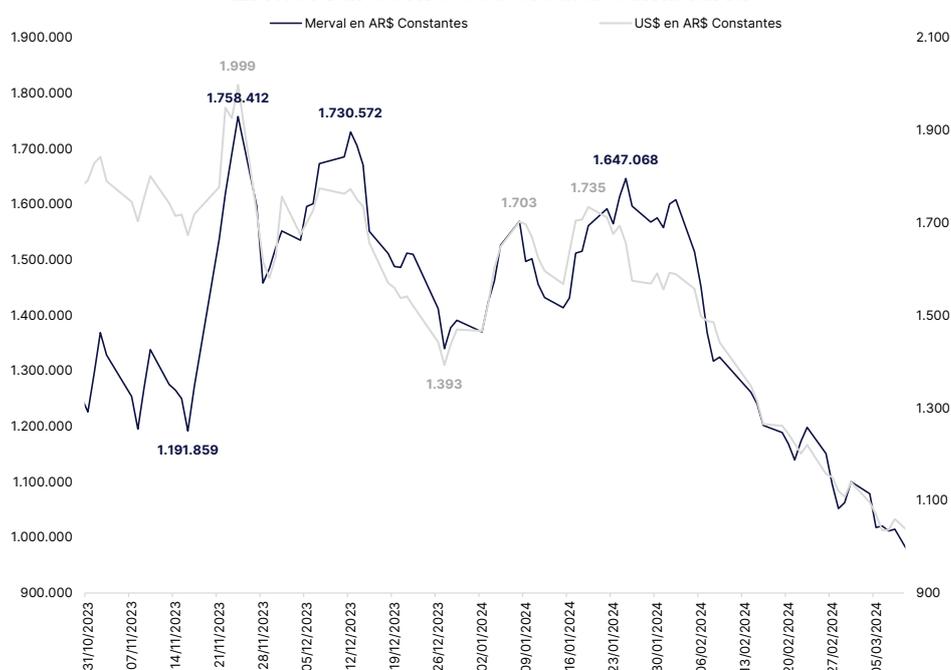
**En la primera rueda de la semana el Merval cayó 2,1% hasta los US\$937.** Medido en pesos la caída fue más profunda, del orden de 4,5%, pero el tipo de cambio implícito de los ADRs recortó 2,4%, lo que amortiguó la baja vista en dólares. En la bolsa local, todas las acciones cerraron la jornada en negativo, encabezadas por SUPV (-8,1%) TECO2 (-7,8%) y MIRG (-7,7%), en tanto que TRAN (-1,6%), TXAR (-2,7%) y VALO (-2,8%) mostraron un comportamiento más defensivo. Por el lado de los ADRs, la mayoría operó en negativo, con excepción de DESP (+2,5%), MELI (+2,3%), GLOB (+1,9%) y VIST (+0,3%), las empresas menos ligadas al contexto local. En tanto que las mayores pérdidas estuvieron en BBAR (-5,0%), SUPV (-4,1%) y TEO (-4,0%).

Ayer a última hora, **el Banco Central de la República Argentina (BCRA) publicó una serie de nuevas normativas:** (i) la reducción de la tasa de política monetaria de 110% TNA a 80% TNA; (ii) el acceso a ventanilla de pasés volverá a ser exclusivo para entidades financieras reguladas por el BCRA; (iii) la desregulación de las tasas mínimas de interés de plazo fijo. **El primer y último punto de las medidas podría resultar en beneficios para las entidades financieras**, pues, la tasa de plazos fijos a la que los bancos podrían tomar depósitos puede ser inferior al 80% TNA. Cabe

mencionar que esta mañana hemos visto que algunos bancos ajustaron la tasa de plazos fijos entre el 70% y el 75% TNA. **De esta forma, podrían mejorar los márgenes de intermediación sin necesidad de cambiar el tipo de riesgo al que están expuestos actualmente**, es decir, contra pasivos del BCRA. Desde el punto de vista de los depositantes, sería esperable un desplome en los depósitos a plazos fijos en búsqueda de alternativas que ofrezcan tasas más cercanas a la inflación.

Por otro lado, **en la rueda de hoy veremos si esta reducción de tasas, que golpea los beneficios del carry trade, tiene su efecto en el tipo de cambio**. Como el cepo cambiario no se ha modificado y en pocos días comenzará a pesar el ingreso de divisas por la cosecha, las variaciones del dólar podrían moderarse. **En este sentido, podemos reiterar la propiedad que ha mostrado el Merval de cobertura, aunque imperfecta, del tipo de cambio**. En el caso de que aumente la volatilidad del FX, podemos esperar que la bolsa local también refleje este aumento de la volatilidad y, a los ojos de los inversores, pese más la función de cobertura, especialmente en un contexto en el que no existen otros drivers claros para la renta variable.

### El Merval como cobertura cambiaria



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

### EDN afectada por las tarifas, pero optimista de cara al futuro

Edenor presentó el cierre de su 2023 (4Q23), con ingresos por servicios de \$120.423, 17% inferiores a los del año anterior yoy. Sin embargo, dado que las compras de energía cayeron hasta \$75.848 millones (-32% yoy), **el margen de distribución alcanzó la suma de \$44.575 millones, se ubicó un 34% por encima del 4Q22**. A esta altura, cabe destacar que los ingresos fueron afectados por el atraso tarifario en un contexto de alta inflación. Por su parte, los gastos operativos aumentaron 36% en términos interanuales hasta los \$101.736 millones, lo que, junto con otros ingresos operativos (\$7.137 millones), llevó a **un resultado operativo neto de -\$56.756 (vs -\$27.547 millones en 4Q22)**. El crecimiento de los gastos operativos puede atribuirse principalmente a mayores remuneraciones, honorarios por servicios y gastos de depreciación producto de la inflación. En tanto, los resultados financieros netos alcanzaron pérdidas por \$88.149 (flat yoy) y fueron más que compensados por los resultados por ajuste inflacionario

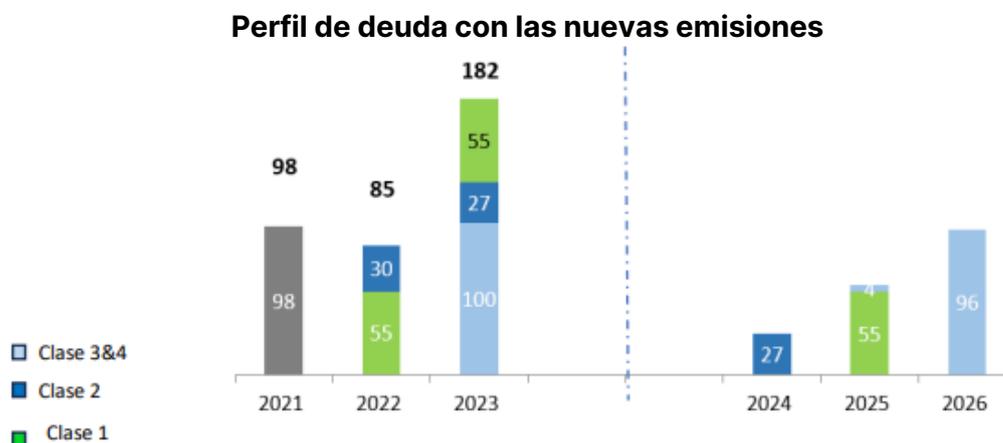
(\$123.627 millones; +45% yoy). Finalmente, descontando la suma del impuesto a las ganancias, **el resultado neto del ejercicio fue una pérdida de \$32.743 millones, mientras que, en el 4Q22, Edenor obtuvo una ganancia de \$11.737 millones.** No obstante, cabe recordar que el resultado positivo del año pasado tuvo que ver con el acuerdo de regularización de obligaciones, que sumó \$56.479 millones al estado de resultados de EDN (a pesos del 4Q23).

**En cuanto al volumen de venta de energía, si bien aumentaron los clientes hasta los 3,3 millones (+1% yoy), el volumen total de ventas de energía se redujo en un 3,6%.** Ello fue producto de la baja en el consumo de los clientes residenciales (-6,4% yoy), que representan el 43,8% de la energía vendida. Sin embargo, la baja del consumo de los industriales, que significan el 16,9% del share de la energía vendida, tampoco cooperó, siendo que consumieron un 3,7% menos en términos interanuales.

En lo que respecta a las inversiones, en el último trimestre del 2023 alcanzaron la cifra de \$32.426 millones, acumulando \$123.628 millones en el período fiscal 2023. De acuerdo con EDN, estas inversiones permitieron mejorar los indicadores de calidad del servicio hasta los 3,4 cortes promedio por cliente por año y hasta 8,2 horas en la duración promedio de las interrupciones del servicio por año. En esta misma línea, las pérdidas de energía disminuyeron del 15,6% en el 4Q22 al 14,9% en el 4Q23.

**Una de las noticias que sin dudas mejoró las perspectivas de la empresa de cara al 1Q24 es el aumento del Valor Agregado de Distribución (VAD) de 319,2% a partir del 16 de febrero** y la entrada en vigencia de la fórmula de actualización de tarifas automática a partir de mayo de 2024. Asimismo, en los últimos días, Edenor logró la colocación de las obligaciones negociables clase 3 y 4 por US\$100 millones, de los cuales US\$66 millones fueron *new money* y US\$34 millones se percibieron como canje por la clase 2. Así, la compañía despejó su calendario de pagos, reduciendo los compromisos de 2024 de US\$60 millones a US\$27 millones.

Concluyendo, los números del trimestre no fueron buenos, pues **EDN tuvo que lidiar con tarifas congeladas en medio de un contexto inflacionario desbocado.** De todas formas, desde el punto de vista de la rentabilidad, creemos que **las perspectivas de la empresa podrían mejorar luego de la actualización del VAD y la aplicación de la fórmula de actualización. En conjunto, traerán previsibilidad de los ingresos en términos reales.** Aun así, es incierto cómo se resolverá el problema de la deuda que la compañía tiene con CAMMESA, por lo que aún quedan importantes desafíos por delante.



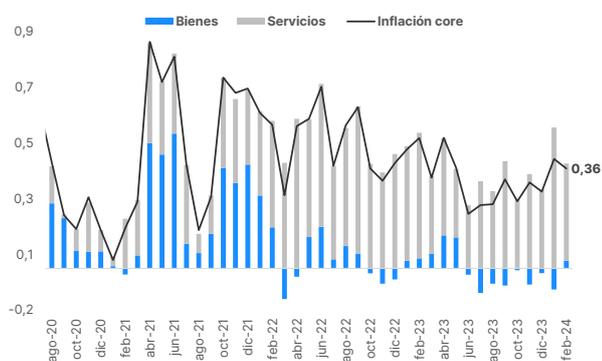
Fuente: Informe de Resultados Edenor

### La inflación core supera las expectativas en EE.UU., impulsada por los servicios

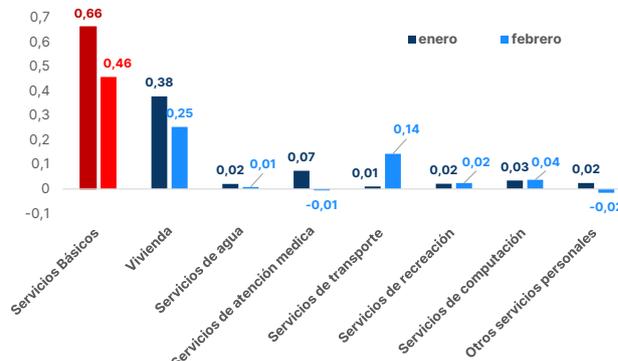
Los primeros meses del año suelen registrar una inflación más alta debido a efectos estacionales, afectando a los precios de la inflación subyacente (excluye alimentos y energía de su medición). En enero, se había registrado un importante aumento en los alquileres (0,6% mensual), lo que impulsó a la lectura de la inflación *core* a 0,4% mensual. Si bien la evolución de los precios de los alquileres se desaceleró en febrero, el crecimiento sigue siendo importante (0,4% mensual) lo que empujó a la inflación *core* a superar las expectativas del mercado. En este sentido, **la inflación *core* de febrero se situó en 0,4% mensual, superando las proyecciones (0,3%) e igualando la lectura de enero.** Como hemos mencionado en otros informes, los servicios siguen explicando en gran parte el aumento de precios, donde los mismos crecieron 0,35% mensual en el segundo mes del año vs el 0,03% que subieron los bienes. De esta forma, la variación anual de la inflación subyacente posó en 3,8%, superando las proyecciones del mercado (3,7%) y cayendo con respecto a la lectura de enero (3,9%). En paralelo, **la inflación creció 0,4% mensual en el mes anterior, acelerándose en el margen (0,3% fue la lectura de enero).** El dato estuvo en línea con lo esperado. Como resultado, la inflación se ubicó en 3,2% anual en febrero, superando las expectativas (3,1%) y acelerándose con respecto al mes anterior (3,1%).

Los datos de inflación no son positivos, pero teniendo en cuenta la estacionalidad y una inflación super *core* que se desaceleró (0,47% mensual vs 0,85% de enero), aun en niveles altos, **el mercado sigue esperando el primer recorte de tasa en junio, con una probabilidad de 66%.** En este contexto, los rendimientos de **los Treasuries se mantienen prácticamente flat.** La tasa de referencia a 10 años cotiza en torno a los 4,11% y a su vez, el tramo corto (tasa a 2 años), lo hace en 4,54%. De hecho, el mercado de renta variable tomó esto como una buena noticia. Así, **los futuros de los principales índices bursátiles comienzan el martes al alza.** El Nasdaq asciende 0,8%, seguido del S&P 500 y el Dow Jones que hacen lo propio en 0,6% y 0,3%, respectivamente.

**Evolución mensual de la inflación core**  
(en %)



**Inflación de servicios desagregada**  
(en %)



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)

### **Martín Cordeviola**

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

### **Lucas Delaney**

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

### **Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Gerardo Stvass**

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

### **Lautaro Casasco Herrera**

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

### **Emiliano Anselmi**

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

### **Melina Eidner**

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

### **María Solana Cucher Fajans**

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

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@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.