

10 de abril de 2024

Daily Mercados

ppi

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

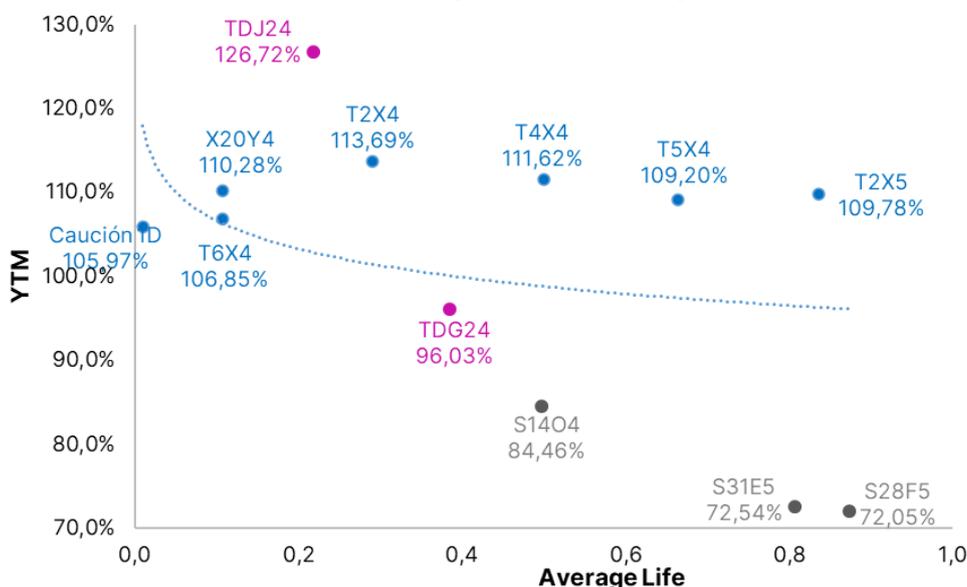
El Tesoro vuelve a la carga con las LECAPs

Tal como esperábamos por los vencimientos que se aproximan (\$452.782m, explicados por el T3X4 a pagar el próximo lunes), la secretaría de Finanzas presentó las condiciones de una nueva licitación. La misma se llevará a cabo este jueves. En esta oportunidad, el menú consiste en dos nuevas **LECAPs** al 14 de octubre de este año (**S14O4**) y al 28 de febrero de 2025 (**S28F5**), la reapertura del bono cero-cupón Dollar Linked al 30 de junio de 2025 (**TZV25**) y el bono cero-cupón CER al 15 de diciembre de 2025 (**TZXD5**).

Lo más interesante son las dos nuevas LECAPs en medio de los comentarios del Gobierno sobre el desplome de la inflación y los números alentadores de alta frecuencia. De esta manera, **el equipo económico retomó su intención de armar una curva de referencia de tasa fija** aprovechando la búsqueda de rendimiento por parte de la liquidez remanente y la expectativa de desinflación.

¿A dónde pueden cortar los instrumentos? Observando el mercado secundario, la primera letra de esta saga (S31E5) exhibió un desempeño satisfactorio desde su emisión. De hecho, la LECAP que fue emitida a una TEM de 5,5%, ahora cotiza alrededor de 4,65% comprimiendo incluso más que los títulos CER. A su vez, presenta un sendero de inflación breakeven respecto a la curva ajustada por inflación muy por debajo del último REM. Tomando como referencia el REM, la TEA del T2X5 se ubica en 109,8% frente al 73,6% de la LECAP. La inflación del REM debería ser 1,85pp inferior por mes para estar indiferente entre ambos títulos. En síntesis, las TEM que dejan breakeven a las nuevas LECAPs con la curva CER utilizando el REM son 6,45% y 6,4%, respectivamente. Sin embargo, siguiendo la línea de su predecesora, **no nos sorprendería ver tasas mensuales significativamente menores que los breakeven actuales**. ¿Será dentro de un rango de entre 4,75%/5,25%?

Curva de instrumentos en pesos de corto plazo (IPC REM)



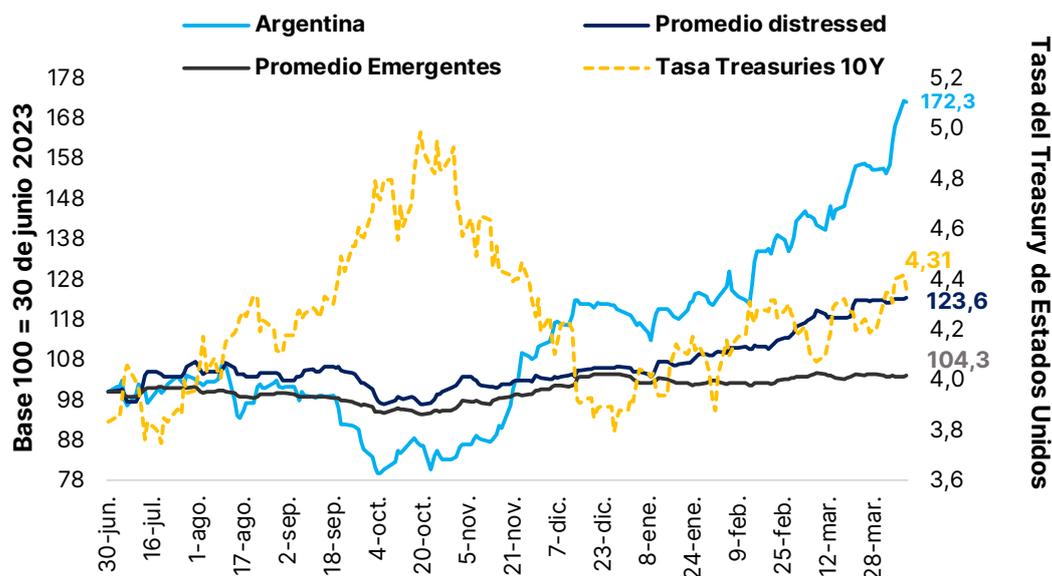
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Los Globales se tomaron un descanso

La deuda soberana en dólares, en contraste con el universo emergente, retrocedió este martes. Luego de cinco jornadas prometedoras, los Globales descendieron tímidamente entre 0,4% y 0,3%. Dentro de la curva, solo el GD29 pudo sostener los verdes y culminar levemente positivo al finalizar la rueda (+0,2%). **Esta performance permitió que el precio promedio ponderado por outstanding continúe en los US\$50 cifra que no veíamos desde comienzos de 2020**, previo a la reestructuración en septiembre 2020. Cabe destacar que, a pesar de esta pausa, los Globales siguen mostrando retornos destacados en la semana y en el mes. En este sentido, en lo que va de la semana la deuda soberana en moneda dura devuelve un retorno de 3,2% en promedio. En la misma sintonía, en el mes, la curva de Globales promedia retornos de 9,7%. Luego del rally que detallamos, el leve declive de ayer no parece alarmante, sino más bien, una posible toma de ganancias por parte de jugadores del mercado que vieron un punto de salida. De todas maneras, habrá que observar la evolución del segmento en las próximas jornadas para ver si los retrocesos se prolongan o si los Globales retoman el rally. En esta línea, hoy los bonos criollos amanecen en terreno negativo. Específicamente, los *old indenture* (38's y 41's) caen 1%, mientras que el resto de la curva lo hace en hasta 0,9%.

Como mencionamos, el comportamiento exhibido ayer contrarrestó con el desempeño que tuvo el resto del mercado emergente/distressed. **En una rueda donde la tasa larga de los Treasuries a 10 años comprimió (-7bps), el ETF EMB**, que usamos para obtener una perspectiva de cómo se desempeñó el segmento emergente, **avanzó 0,7%**. Este movimiento, a contramano de los Globales, denota el buen sentimiento que tuvieron los bonos emergentes/distressed ayer. De hecho, bonos de Pakistán y Nigeria, más comparables con la deuda soberana en dólares argentina, crecieron hasta 1%. Ampliando los ejemplos, Gabón y Ghana hicieron lo propio en 0,5% y 0,3% respectivamente.

Evolución emergentes, distressed y GD30 vs Treasuries 10Y

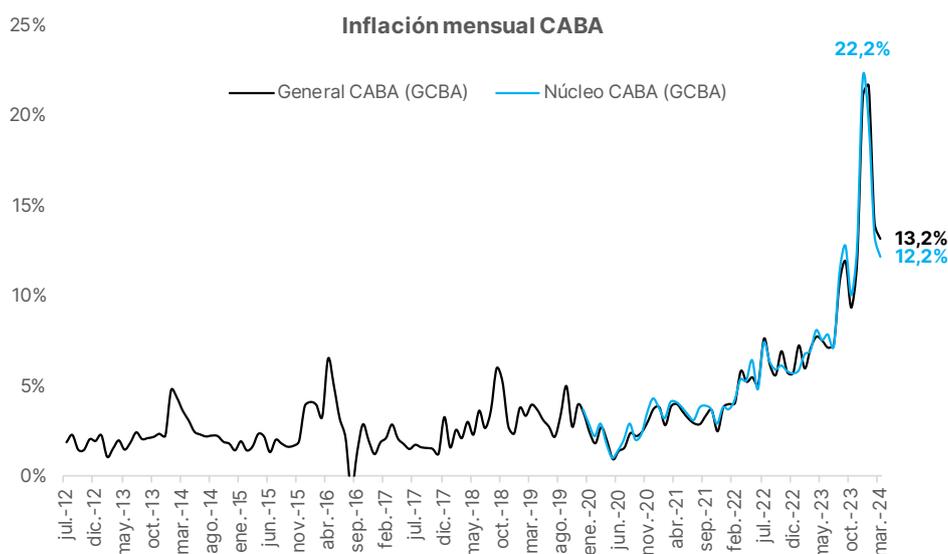


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El IPC de CABA estuvo más en línea con el REM que con Caputo

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) medido por el instituto de estadística de CABA fue de **13,2% en marzo**, apenas desacelerándose desde 14,1% en febrero. Mirando en detalle el relevamiento, **los bienes subieron 9,7%**, cediendo desde 13,3% en febrero y **alcanzando el menor nivel desde octubre 2023 (9,1%)**. En tanto, **los servicios avanzaron 16,3%**, acelerándose desde 14,8%, lo que se explica principalmente por el aumento estacional de 36,8% en educación. **Si estas cifras se hubiesen repetido en la medición del INDEC** (a publicarse este viernes), **el IPC nacional se ubicaría en 11,3%**.

Leve desaceleración del IPC de CABA



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

Desde una clasificación diferente, **los precios estacionales subieron sólo 5,4% versus 2,4% en febrero**, mientras que **los regulados treparon 22,4% en comparación con 26,5% en febrero**. Por su parte, **la inflación núcleo**, que excluye precios regulados y estacionales de su medición, **recortó de 13,4% a 12,2%**, por lo que continúa ubicándose en niveles similares a los de septiembre-noviembre (11,9% en promedio), previo a la devaluación de diciembre. **De repetirse estas mediciones en el relevamiento del INDEC, la inflación nacional sería de 13,1%**. Si bien la comparación más propicia es con la región GBA (ponderación de 43,97% en el índice Nacional), resulta un buen proxy de la medición nacional.

Vale recordar que el REM de marzo esperaba que la inflación fuese 12,5% (12,1% el top 10). Por otra parte, el viernes pasado el ministro Caputo afirmó que podría rondar 10% y la subyacente retornaría a un dígito. **Los datos de CABA sugieren que la inflación podría estar apenas por debajo de las expectativas del REM, pero por encima de lo anticipado por el ministro.**

La actividad sin piso aparente es la contracara de la fuerte desaceleración inflacionaria

Con la publicación del Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI) y los Indicadores de Coyuntura de la Actividad de la Construcción (ISAC) de febrero, todos los indicadores económicos anticipatorios del segundo mes del año ya se conocieron. Lo importante de estas dos últimas mediciones es que son oficiales (publicadas por INDEC) y con alta ponderación en el PBI, siendo de 19,9% la de la industria (sector con mayor peso) y de 3,8% la construcción. Yendo a los números, **el IPI manufacturero disminuyó 0,7% mensual desestacionalizado en febrero**,

aminorando su caída desde 1,3% en febrero y 8,2% en diciembre. En consecuencia, recortó por cinco meses consecutivos, acumulando una baja de 11% en este período o 24,4% anualizado, la mayor registrada al excluir la pandemia. Por su parte, **el ISAC retrocedió 2,6% mensual, extendiendo las contracciones de 10,1% en enero y 9,7% en diciembre.** Así las cosas, la construcción encadenó siete meses a la baja, hundiéndose 24,3% en este período o 38% anualizado, también la mayor caída registrada excluyendo la pandemia.

Mirando la foto completa, algunos sectores se recuperaron algo en febrero, mientras que otros tuvieron una caída más moderada que en los primeros dos meses de la gestión Milei. Sólo falta que el INDEC publique el dato del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), *proxy* del PBI, el próximo 23 de abril. Considerando todos los datos publicados, **esperamos que el recorte del EMAE en febrero haya sido más moderado que en noviembre (-1,9% mensual desestacionalizado), diciembre (-2,8%) y enero (1,2%).** No obstante, **la actividad económica todavía pareciera no haber hecho piso.** Los indicadores económicos anticipatorios de marzo que ya fueron publicados no trajeron buenas noticias. De momento todos exhiben un deterioro respecto a febrero, lo que **podría indicar que la economía se habría contraído más en el tercer mes del año que en el segundo.** Esto queda en evidencia al ver nuestro "Monitor de actividad económica" (ver gráfico de abajo).

Monitor de actividad económica: caída sin freno

Variable (var. mensual s.e.)	jul.-23	ago.-23	sep.-23	oct.-23	nov.-23	dic.-23	ene.-24	feb.-24	mar.-24
EMAE	2,0%	0,7%	-0,1%	0,2%	-1,9%	-2,8%	-1,2%		
IPI manufacturero	-0,8%	0,2%	0,1%	-0,4%	-0,7%	-8,2%	-1,3%	-0,7%	
Producción autos	0,4%	8,5%	-7,6%	-8,1%	6,5%	-9,3%	-14,3%	10,6%	-7,1%
Producción de petróleo	-0,7%	1,2%	1,7%	1,8%	1,8%	1,5%	-0,8%	-15,3%	
Producción de acero	-19,1%	19,4%	3,7%	-1,4%	-10,1%	-17,7%	28,1%	-20,5%	
IPI minero	0,8%	0,6%	-0,5%	-0,2%	1,1%	6,5%	-0,5%	2,7%	
IPI pesquero	-5,3%	-10,3%	-10,0%	-18,4%	24,1%	27,2%	4,8%	-7,5%	
ISAC	0,2%	-1,1%	-0,9%	-0,3%	-2,1%	-9,7%	-10,1%	-2,6%	
Construya	-2,0%	-1,1%	-5,9%	15,0%	-13,7%	-14,8%	-18,1%	6,8%	-11,2%
Despachos de cemento	-0,7%	0,8%	-6,1%	0,0%	-7,4%	-4,3%	-6,3%	-4,8%	-14,0%
Patentamientos autos	2,4%	-6,7%	-0,4%	7,0%	-2,9%	-3,5%	-53,9%	94,0%	0,6%
Venta de nafta	1,8%	-0,9%	-0,7%	1,7%	1,3%	-1,0%	-8,3%	1,7%	
Préstamos en pesos	-0,4%	-3,9%	-5,4%	4,1%	-5,4%	-15,9%	-15,0%	-2,6%	-3,3%
IVA DGI	-2,1%	-3,3%	-10,3%	4,2%	1,7%	-5,4%	-9,4%	8,1%	-9,2%
Créditos y débitos	-0,1%	-4,3%	-5,5%	19,5%	-15,7%	-4,2%	-3,1%	2,3%	-1,1%
Escrituras CABA	5,6%	10,7%	-2,1%	11,7%	-13,5%	-5,1%	-12,9%	5,0%	
Escrituras PBA	-0,6%	4,5%	-6,6%	7,4%	-3,8%	-9,1%	-0,2%	-1,3%	
Importaciones (Q)	-0,6%	2,8%	3,9%	-10,3%	-4,6%	-12,1%	1,5%	-4,6%	
Impo (Q) - Bienes Intermedios	1,6%	-0,3%	-3,1%	-7,9%	6,8%	-1,7%	-12,2%	-0,8%	
Impo (Q) - Bienes Consumo	-2,5%	2,1%	0,0%	-4,2%	-1,3%	-12,8%	0,0%	-4,0%	
Exportaciones (Q)	-9,4%	7,7%	-8,4%	-3,5%	0,4%	-25,7%	-13,6%	23,2%	

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

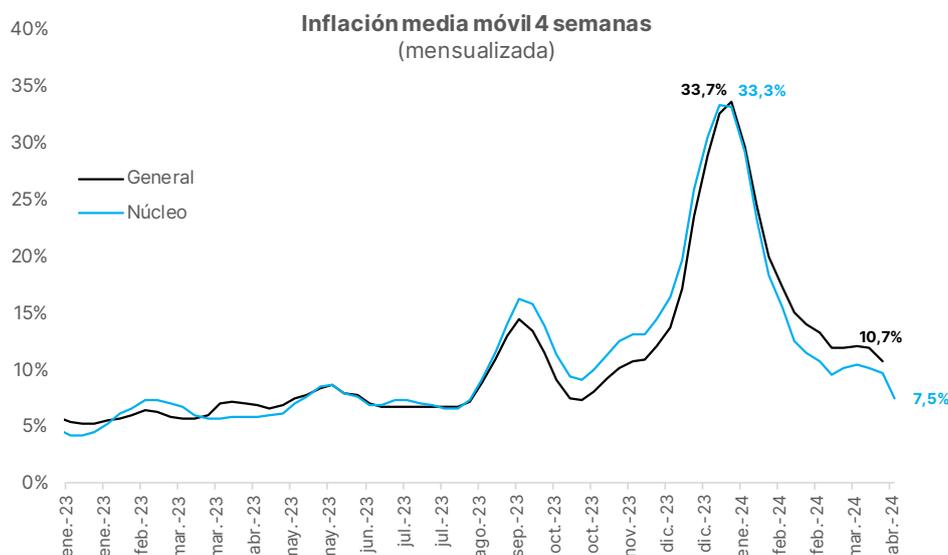
A modo de ejemplo del fenómeno mencionado:

- En cuanto al sector de la construcción, **el índice Construya se hundió 11,2% mensual en marzo desestacionalizado**, tras haber trepado 6,8% en febrero. En tanto, **los despachos de cemento disminuyeron 14% en marzo**, encadenando cinco meses de caída y siendo la mayor de estas. Ambas figuras **auguran un mal panorama para el ISAC de marzo**, el cual se publicará recién el 8 de mayo. Cabe recordar que en los meses anteriores ambos indicadores sirvieron para anticipar cómo vendría el ISAC: i) en diciembre el índice Construya se desplomó 14,8% y los despachos de cemento 4,3%, adelantando una caída de 9,7% del índice de construcción del INDEC; ii) en enero sucedió algo similar, con Construya y los despachos de cemento recortando 18,1% y 6,3%, respectivamente, lo que anticipó una contracción de 10,1% del ISAC; iii) en febrero el índice Construya mejoró 6,8%, mientras que los despachos empeoraron 4,8%, lo que resultó en una baja de 2,6% del ISAC en el mes.
- Mirando la evolución de los **impuestos relacionados a la actividad interna**, tanto el IVA GDI como el impuesto a los créditos y débitos **retrocedieron en marzo tras haber rebotado en**

febrero. En relación con el primero, el IVA disminuyó 9,2% mensual desestacionalizado luego de expandirse 8,1% en febrero. De esta forma, la mejora de febrero fue prácticamente borrada, acumulándose una caída de 15,8% desde que asumió Milei. En igual sintonía, el impuesto a los créditos y débitos se deslizó 1,1% mensual en marzo, tras haber subido 2,3% en febrero. Así, extendió la baja iniciada en noviembre, recortando 6,1% en este período.

Para concluir, **la recesión que no habría encontrado piso en marzo sería un factor explicativo trascendental para la desaceleración inflacionaria más abrupta de lo esperado.** Dicho de otro modo, la demanda no estaría convalidando el avance de la nominalidad. En este sentido, Caputo anticipó una inflación de alrededor de 10% en marzo, mientras que el último REM esperaba que se desacelere de 13,2% en febrero a 12,5%. Asimismo, **los datos de alta frecuencia se encuentran en línea con los dichos del ministro sobre una inflación "colapsando"**. Según la medición de Alphacast, la inflación *core* se desaceleró a 0,4% semanal desde 0,67% y 0,51% en las dos semanas previas, lo que se traduce en un ritmo punta a punta de apenas 3,1%, la más baja desde enero 2022. La media móvil de cuatro semanas mensualizada (*proxy* de la inflación) comprimió hasta 7,7%, el ritmo más bajo desde mediados de agosto 2023, previo a la devaluación de Massa post PASO. Cabe recordar que la inflación se mide como variaciones mensuales promedio en vez de punta a punta, por lo que la segunda medida sirve como un buen indicador anticipatorio en ausencia de shocks. Todavía Alphacast no publicó datos acerca de la evolución de la inflación general. Volviendo a la actividad, **el gobierno preveía una recuperación en forma de "V" al estilo COVID, pero los primeros datos de marzo sugieren que podría ser de otra manera.**

Fuerte desaceleración de la inflación núcleo



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

El Merval extendió los máximos

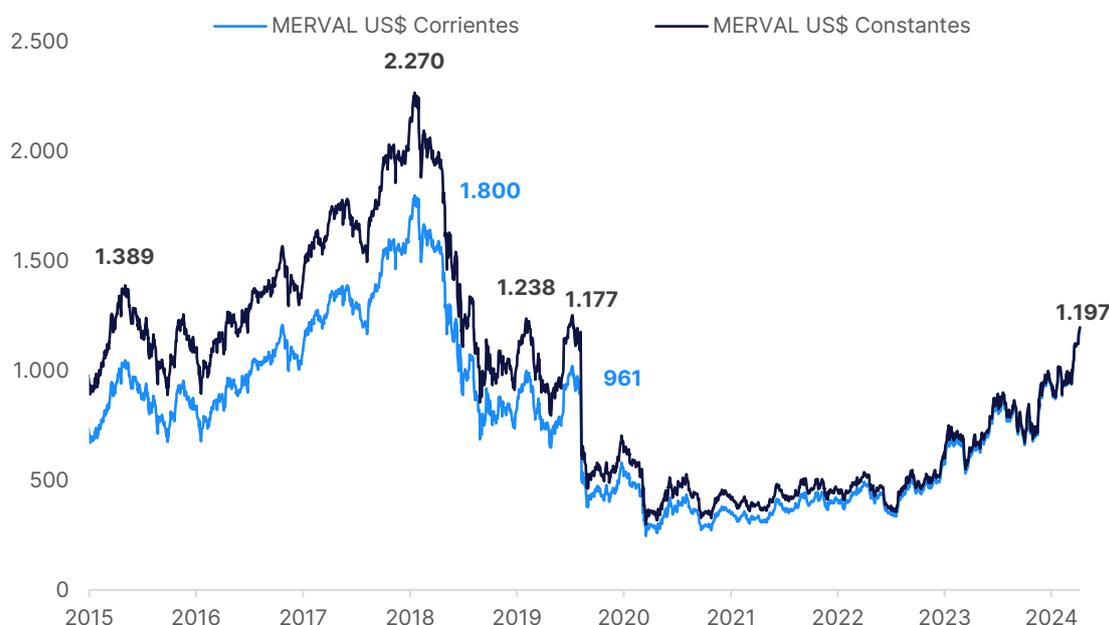
Las acciones argentinas continúan subiendo. En la rueda de ayer, el índice accionario local trepó un 0,7% hasta los US\$1.197. Alcanzando así, un valor máximo desde julio de 2019 en términos constantes, en la previa a las elecciones PASO de aquel año. En pesos, la suba fue aún mayor, del 1,9% y el tipo de cambio implícito de los ADRs rompió la racha bajista con un aumento del 1,2%. En la bolsa local, las acciones operaron mayormente al alza con fuertes subas en ALUA (+6,6%), COME (+6,3%) y BYMA (+6,2%), mientras que TGNO4 (-4,0%), TGSU2 (-3,9%) y MIRC (-1,5%) registraron las principales pérdidas. Por su parte, los ADRs operaron mixtos con subas

encabezadas por GGAL (+3,4%), DESP (+2,6%) y GLOB (+2,1%), mientras que CAAP (-2,9%), EDN (-2,7%) y TGS (-2,3%) sufrieron las mayores bajas.

El rally de las últimas semanas permitió a las acciones locales alcanzar valores que no se observaban desde junio de 2018 en términos corrientes, aunque en términos constantes recién se encuentra a valores de julio de 2019, en la previa a las elecciones primarias presidenciales de aquel año. Esto demuestra que el Merval aún puede tener camino por recorrer, si los inversores consideran que las perspectivas son similares a las anteriores al *sudden stop* de 2018.

En el plano político, el oficialismo insistirá con un nuevo proyecto, más acotado, de Ley Bases y una ley fiscal, en las que se incluyen el dictado de cuatro emergencias públicas, reformas en materia laboral, privatización de 18 empresas estatales, un nuevo piso para la cuarta categoría del impuesto a las ganancias y el blanqueo de capitales. Esta vez, **el proyecto parece llegar al Congreso con mucho más consenso que la primera versión. Surge la pregunta de si esta vez será diferente y en tal caso, si este será el driver que ayude a extender el rally del equity local.**

El Merval alcanzó los US\$1.197



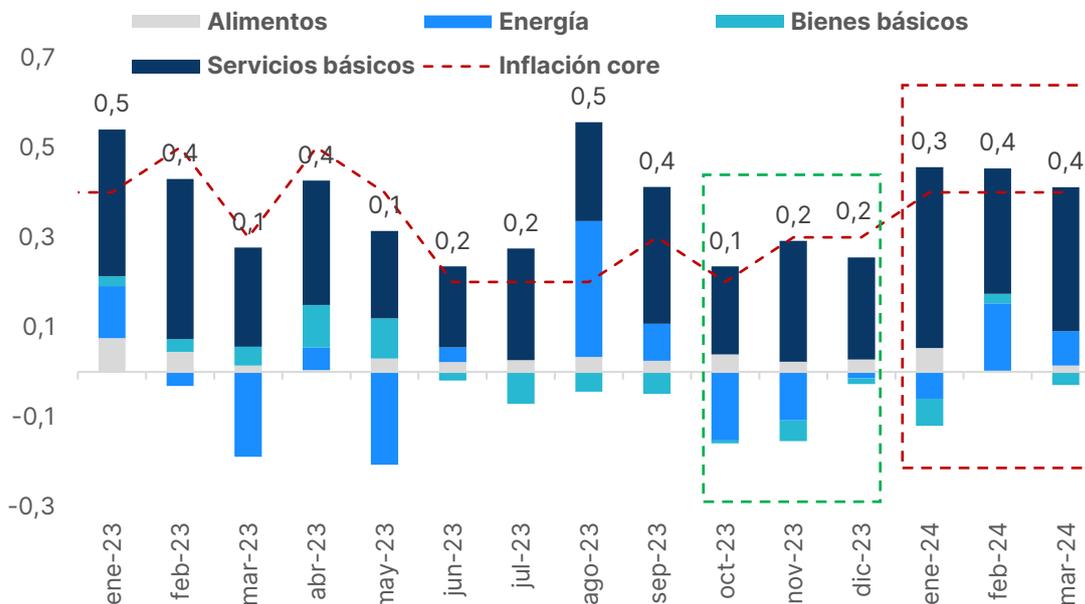
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La inflación de Estados Unidos se mantiene en niveles altos

La inflación no cede en lo que va del 2024 manteniéndose en niveles elevados sorprendiendo a los analistas. **El Índice de Precios al Consumidor (IPC) se situó en torno al 3,5% anual en marzo, acelerándose con respecto al 3,2% del mes anterior.** A su vez, el resultado sorprendió al mercado que estimaba un crecimiento del 3,4% anual. De esta forma, el objetivo de la Reserva Federal de alcanzar una inflación del 2% anual queda cada vez más lejos. **En cuanto a la variación mensual, los precios crecieron 0,4% en marzo quedando por encima del 0,3% esperado.** Específicamente, la inflación está corriendo a una velocidad de 4,63% (tasa mensual anualizada). Nuevamente muy por encima del *target* de la Fed. En paralelo, **la inflación subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía, posó en 3,8% anual en marzo igualando el registro de febrero.** Sin embargo, la inflación *core* impresionó al mercado que proyectaba una lectura de

3,7% anual. En esta línea, el crecimiento mensual de la *core* sumó 0,4% en marzo, por encima del 0,3% esperado e igualando lo observado el mes anterior.

Evolución de la inflación mensual desagregada por sectores
(En %)



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

En un contexto donde la inflación se acelera y tanto el nivel de actividad como el mercado laboral se mantienen sólidos, **el higher for longer vuelve a entrar en escena**. Además, hablando específicamente de la variación de precios, ya **llevamos 3 lecturas consecutivas en lo que va de este año con datos elevados de inflación**. De este modo, el mercado descuenta 2 recortes para este año. Un punto relevante es que **la probabilidad de observar la primera baja de tasas en junio bajó desde 60,4% el jueves, previo al reporte de empleo, a 17,2% hoy**. ¿Cómo reacciona el mercado al dato de hoy? Los rendimientos de los Treasuries se disparan a lo largo de la curva de rendimientos. **La tasa de referencia a 2 años trepa 20pbs, hacia la zona de 4,95%, a su vez que el tramo largo (tasa a 10 años) hace lo propio en 14pbs, hasta 4,51%**.

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.