

12 de abril de 2024

Daily Mercados

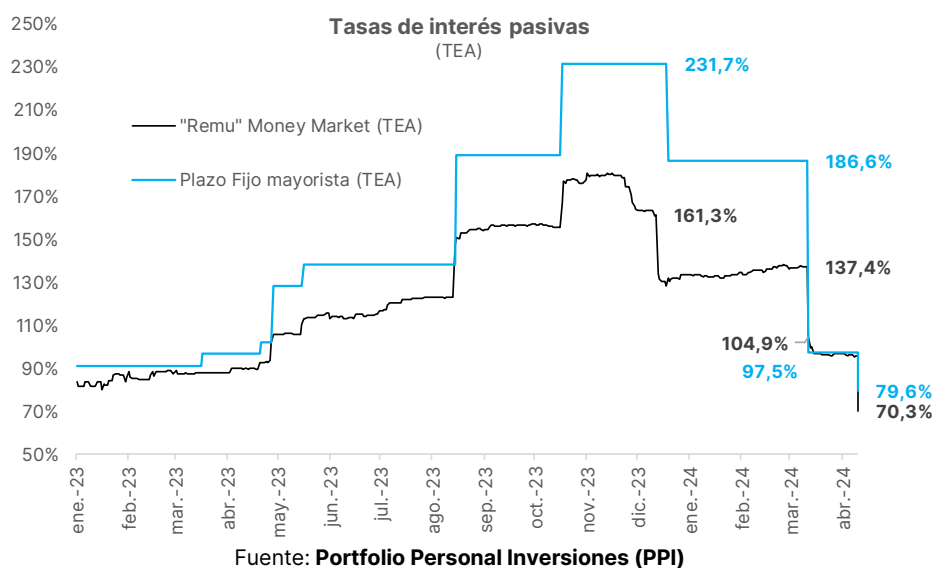
ppi

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

Nueva baja de tasas del BCRA

El Banco Central comunicó ayer nuevas medidas de política monetaria en base a la favorable evolución de la coyuntura económica desde que asumió Milei (ver la comunicación completa [aquí](#)). En la antesala a la publicación del dato de inflación de marzo (se conocerá hoy a las 16 horas) y sobre el final de la licitación del Tesoro, **el BCRA volvió a recortar la tasa de política monetaria**. Es la tercera vez que este gobierno realiza una reducción del costo del dinero. En detalle, **la tasa de pases pasivos pasó de 80% a 70% TNA, de 122,4% a 101,2% TEA o de 6,8% a 5,9% mensual**. Al deducir la alícuota de 8% de ingresos brutos, la tasa efectiva de pases se redujo de 73,6% a 64,4% TNA, de 112,6% a 93,1% de TEA o de 5,4% a 6,3% mensual. Asimismo, **la autoridad monetaria impuso un encaje de 10% a las cuentas remuneradas de FCI Money Market**, subiéndolo desde 0%. **Esto presiona aún más a la baja las tasas del mercado**, ya que amplifica el efecto del recorte de la tasa de política monetaria. En detalle, la tasa para este tipo de cuentas caería de 69% a 54,4% TNA, cediendo casi 1.500 pbs en comparación con un recorte de 1.000 pbs en la de pases pasivos. Dado que se eliminó la tasa mínima de plazos fijos en marzo, esta baja de tasas también se trasladó a este tipo de depósitos para evitar que haya un deterioro en los márgenes de las instituciones financieras. Hay bancos que ya muestran en su *home banking* una **caída de la tasa de plazo fijo de la zona de 70% a 60% TNA, de 97,5% a 79,6% TEA o de 5,8% a 4,9% mensual**. En igual sintonía, ayer el mercado arbitró a la baja las cauciones, con la tasa colocadora a un día cediendo de 72% a 64% TNA.

Fuerte baja de las tasas pasivas tras la decisión del BCRA

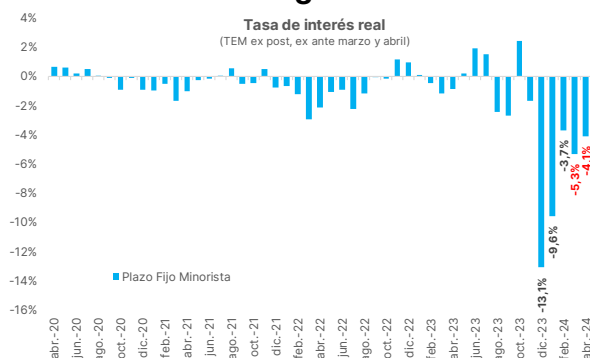


A nuestro entender, este nuevo recorte de tasas deja entrever que **el gobierno todavía no se siente cómodo con el nivel de saldos reales de la economía para salir del "Cepo"**. Nuevamente **se volvió a optar por una baja del costo del dinero en vez de una eliminación significativa de restricciones**. En relación con este último punto, el BCRA flexibilizó en cierta medida el acceso de las PyMES al MULC, lo que afectaría marginalmente a la dinámica del mercado de cambios dado el ingreso de la cosecha gruesa en breve. Ahora las PyMES podrán acceder a las divisas para el pago de las importaciones efectuadas a partir del 15/04 en 30 días (previamente tenían acceso escalonado en cuotas de 25% en 30/60/90/120 días) y pagar de forma anticipada el 20% de las importaciones de bienes de capital.

Retomando la baja de tasas, consideramos que nos encontramos más lejos de eliminar el "Cepo". Sin controles de capitales y cambiarios **es necesario que la tasa real sea positiva para incentivar**

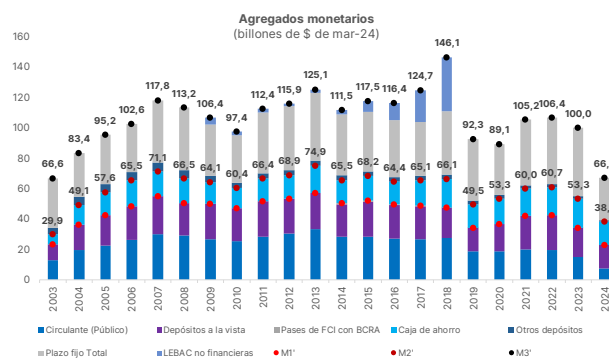
la demanda de pesos y, así, evitar un posible *overshooting* del tipo de cambio. En definitiva, se tendrá que desarmar parte del camino transitado hasta acá para salir del "Cepo". Al igual que ocurrió en marzo, la tasa real se estaba recuperando previo al recorte nominal de rendimientos. Con esta medida del BCRA, vuelve a hundirse a terreno bastante negativo, permitiendo que se extienda la erosión de saldos reales a un mayor ritmo. **Considerando una inflación para abril de 9,4%, la tasa real empeoró de -3,3% mensual o -33,8% TEA previo a la baja de tasas a -4,1% o -39,8% TEA.** Así las cosas, la tasa real pasó de ubicarse en mínimos de la gestión Milei pre medida del BCRA, a volver a profundizar su negatividad. Pareciera que el gobierno tiene un *target* implícito de saldos reales que busca alcanzar para salir del "Cepo". No obstante, la pregunta que nos hacemos es hasta cuándo se extenderá la erosión de saldos reales, ya que **cualquier medida de agregado monetario real se encuentra prácticamente en mínimos históricos.** Al cierre de marzo, el M1 privado se ubicaba 41,8% por debajo del nivel de 2004, el M2 privado 24,3% y el M3 privado 25,4%. Para tomar dimensión de la erosión en los últimos meses, el M1 privado amplió se desplomó 46% real desde que asumió Milei, mientras que el M2 privado y el M3 privado 37,3% y 28,2%, respectivamente.

La tasa de interés real sigue siendo muy negativa



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

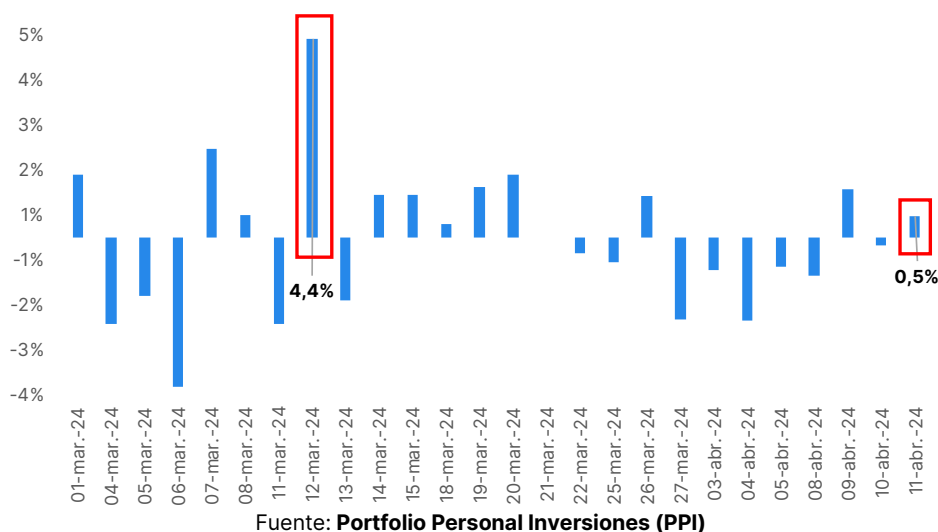
Agregados monetarios cerca de mínimos históricos



Por último, la baja de tasas redundó en una disminución del spread entre tasa en pesos y *crawling peg* de alrededor de 479 pbs a 392, por lo que se redujo el costo de apalancamiento tanto para exportadores como importadores. **Si bien esto podría ser contraproducente para la liquidación de los exportadores en el MULC,** teniendo mayores incentivos a atrasarla, suponemos que el gobierno consideró que **había espacio reducir este diferencial a días de comenzar la liquidación de la cosecha gruesa.** Por esto mismo, **no consideramos que el CCL se vea muy influenciado por la medida, ya que la oferta de los exportadores continuará fluyendo.** Como mencionamos en varias ocasiones, el principal dólar financiero se encuentra regido por los flujos más que los fundamentos macro. Cabe recordar que el principal dólar financiero se disparó 4,4% con la baja de tasas de marzo para después borrar esta suba con el incremento de la oferta de los exportadores en los días siguientes al suceso. En este sentido, **ayer el CCL prácticamente no se inmutó al recorte del costo de dinero. Trepó apenas 0,5% hasta \$1.050.** La mayor oferta de los exportadores ayudó a contener la suba.

El CCL prácticamente no se inmutó al recorte de tasas

Variaciones diarias CCL Senebi



¡Tenemos el resultado de la Licitación!

Finanzas logró adjudicar casi \$3 billones en esta oportunidad. Recordemos que, según nuestras estimaciones, los vencimientos rondaban aproximadamente en los \$460.000 millones. Por lo tanto, **el resultado neto positivo alcanzó los \$2,5 billones.** Cabe destacar que este financiamiento neto es notablemente superior al de la última subasta. De hecho, en la última licitación, el Tesoro alcanzó un financiamiento de tan solo \$783.000 millones, muy inferior al de esta ocasión. ¿A qué atribuimos este salto? **Probablemente a la liquidez bancaria.** Esta vez se ofrecieron puts a los bancos para las LECAPs del menú (hoy se conocerá la adjudicación). Si bien el periodo para ejercer dicha opción de liquidez se reduce a 30 días antes de su vencimiento, el Central permitió que estos títulos no computen para el límite de exposición al sector público del 75% del capital computable denominado Responsabilidad Patrimonial Computable (RCP). Este punto que mencionamos estimula la entrada de bancos a la licitación.

Resultado primera licitación de abril

Resultado de la Licitación (11 de abril 2024)

Instrumento	Fecha	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
LECAP (S14O4)	14/10/24	687.893	4,75%
LECAP (S28F5)	28/02/25	626.761	4,50%
BOLI (TZV25)*	30/06/25	0	0,00%
BONCER (TZXD5)	15/12/25	1.684.521	-13,31%***
		Total Licitación (P\$ Mill.)	2.999.175
		Vencimientos (P\$ Mill.)	459.783
		Resultado (+/- AR\$ Mill.)	2.539.393

*Spread sobre Devaluación del Tipo de Cambio oficial.

**Nominales en US\$.

(1) Tasa efectiva mensual

(2) Tasa nominal anual

(3) Rendimiento semanal anualizado

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

Según el anuncio de resultados, con el financiamiento neto de esta licitación **“oportunamente” se comprarán dólares para el pago de Globales y Bonares**. Recordemos que, en la subasta anterior, el Tesoro realizó un anuncio similar sin una mención similar. De hecho, al 8 de abril el Tesoro sólo le compró al BCRA US\$468 millones, siendo el equivalente del producido en esa licitación US\$915 millones. En caso de completar la compra de la licitación pasada y avanzar en el mismo sentido con el producido de la actual, equivalente a US\$2.828 millones, alcanza para la totalidad del pago de julio (US\$2.786 millones) y sobran US\$957 millones para enero. **Si bien, la señal sobre la voluntad de pago de las obligaciones es clara, carece de lógica desde una perspectiva financiera.** Si asumimos que Finanzas se endeudó a una tasa de interés promedio ponderado de 4,49% efectiva mensual, **no termina de observarse la ventaja de comprar dólares que, en este momento, se mueven al 2% mensual. La única chance de que esto “cierre” financieramente es si el *crawling peg* se acelere de aquí a julio o, en el extremo, se produzca un salto discreto.**

Adentrándonos en el resultado, la LECAP a octubre (S14O4) se emitió a una tasa del 4,75% quedando dentro del rango de tasas efectivas mensuales que estimábamos. Por su parte, la que vence en febrero del año que viene (S18F5) se licitó al 4,5%. **Estas tasas mensuales, como esperábamos, quedan significativamente por debajo a los *breakeven* que habíamos estimado al momento de conocerse las condiciones de la licitación.** Por su parte, el BONCER a diciembre de 2025 (TZXD5) se emitió al -13,3%, quedando por debajo de la *yield* a la que cerró el título previo a conocerse las condiciones. Por último, el Dólar Linked que se subastó se declaró desierto atribuido a las pocas ofertas. En relación con este punto, en línea con los flujos de Fondos Comunes de Inversión Dólar Linked y el declive casi permanente de la curva de futuros en ROFEX, podemos determinar que el apetito por este tipo de cobertura continúa en disminución.

El Merval alcanzó los US\$1.200

Las acciones argentinas se recuperaron luego de la caída provocada por el mal clima internacional del miércoles pasado. De esta forma, **el Merval sumó 2,2% hasta los US\$1.201**, en una jornada que inició a la baja, pero **recuperó por la tarde tras conocerse la decisión del BCRA de bajar de tasas de pases**. En línea con los demás tipos de cambio, el CCL implícito de los ADRs (+0,16%) no

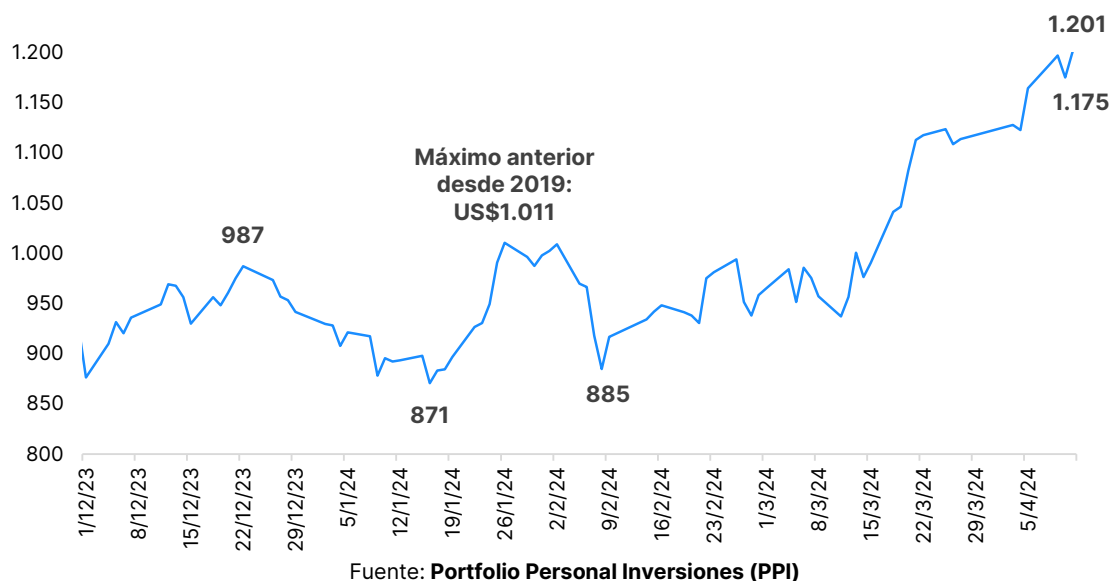
mostró grandes variaciones en la rueda de ayer. En la bolsa local, las acciones operaron en positivo con subas destacables en MIRG (+8,3%), COME (+5,1%) y TXAR (+3,3%), mientras que las excepciones que cerraron en rojo fueron TRAN (-3,8%), TGNO4 (-1,0%), TECO2 (-1,0%) e IRSA (-0,3%). Por su parte, los ADRs, tuvieron una buena jornada con alzas encabezadas por GGAL (+3,2%), BMA (+2,6%) y DESP (+2,4%), mientras que las pérdidas se concentraron en TEO (-2,1%), IRS (-0,5%), VIST (-0,1%) y CAAP (-0,1%).

En una jornada en la que el clima internacional moderó respecto del miércoles, con las tasas norteamericanas recortando levemente, la renta variable de los países emergentes operó moderadamente positivo (con excepción de Brasil, EWZ recortó 0,81%). En tanto, el ETF de emergentes (EEM) sumó 0,61%, al tiempo que las acciones mexicanas (EWW) hicieron lo propio en 0,34%. En este contexto, **es claro que, si bien el clima internacional ayudó, lo relevante de la jornada estuvo en los factores idiosincráticos argentinos.** Así, la baja de tasas de pases pasivos del Banco Central permitió impulsar el equity argentino para acumular una suba del 3,7% en la semana.

En esta línea, **la noticia tiene diversas implicancias para las acciones argentinas.** Por un lado, tiene un efecto positivo sobre las valuaciones de las acciones, pues **los flujos de fondos futuros de las compañías se descuentan a una tasa menor.** Además, desde el punto de vista del negocio, **acerca la posibilidad de reducir los costos de financiamiento** en pesos de las empresas locales. Por otro lado, con la inflación corriendo tan por encima de las tasas nominales, **vemos la salida del cepo cada vez más lejos, lo cual es negativo para la inversión.** Recordemos que, hasta no observar tasas reales positivas, la liberación de las restricciones cambiarias tendrá que esperar. **Solamente en el escenario de un desplome de la inflación podríamos llegar a ver que la salida del cepo no se aleja, lo cual sería doblemente positivo para las acciones.** Por último, **ante la caída en los rendimientos de instrumentos de renta fija**, producto del arbitraje de tasas, **podríamos ver mayor demanda sobre el equity.** Ello podría impulsar en parte los precios.

En este contexto, las acciones continúan rompiendo máximos y alcanzando cifras que no veíamos desde 2018 (en términos corrientes), luego de la crisis de financiamiento de aquel entonces. **Al parecer, el mercado cree en una posible normalización de la macroeconomía y eso se refleja en el valor de las acciones.**

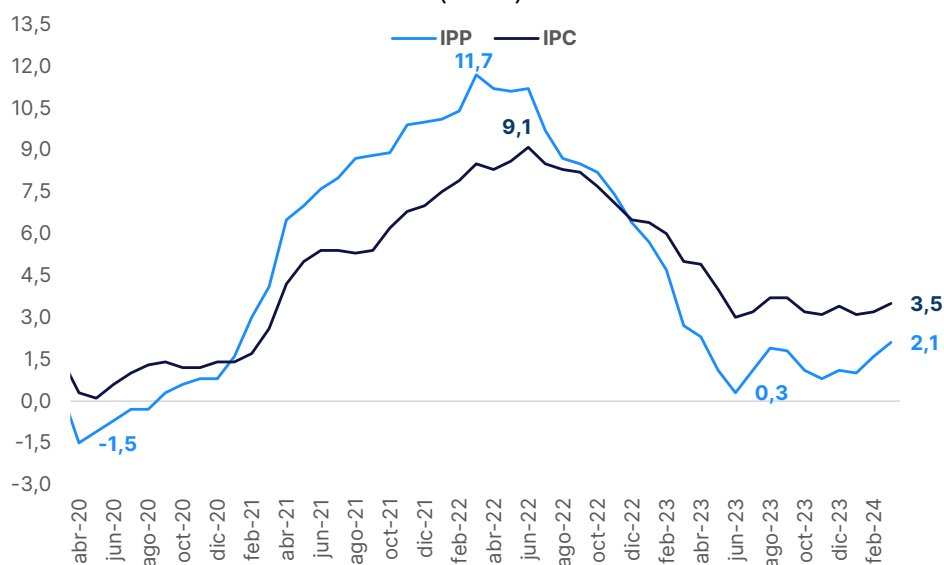
El Merval recuperó y tocó un nuevo máximo



El IPP mostró una evolución de precios más favorable que el IPC en marzo

Tras la sorpresa en el dato del IPC del miércoles, ayer se publicó el Índice de Precios al Productor (IPP) que permite ser un poco más optimistas sobre la evolución de los precios. De esta forma, **la variación mensual del IPP se situó en torno al 0,2% en marzo, desacelerándose de manera considerable con respecto al 0,6% registrado en febrero**. A su vez, el resultado estuvo ligeramente por debajo del 0,3% estimado por los analistas del mercado. Como resultado, **el IPP creció 2,1% anual en marzo, por debajo del 2,2% esperado**. En paralelo, **el IPP subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía, aumentó 0,2% mensual en marzo, mostrando un ritmo menor en comparación con el dato anterior (0,3%)**. La variación mensual del IPP *core* estuvo en línea con las expectativas. Así, el IPP subyacente se posó en 2,4% anual en marzo, ligeramente por encima de las estimaciones de los analistas (2,3%) y acelerándose con respecto al 2,1% de febrero.

Evolución anual del IPC vs el IPP (en %)



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

El resultado del Índice de precios al productor y la expectativa sobre los *earnings* de las empresas que se darán a conocer hoy, permitieron observar un rebote del equity ayer. De esta forma, **el S&P 500 recuperó 0,7% ayer, luego de haber caído 1,1% el miércoles**. En la misma línea, el Nasdaq ascendió 1,7% el jueves y el Dow Jones no logró superar la barrera del cero, deslizándose 0,01%. Como mencionamos anteriormente, **los resultados que reporten JPMorgan Chase & Co., Wells Fargo & Co. y Citigroup Inc. serán determinantes para convalidar o no los movimientos de ayer**. En cuanto a los bonos, cerraron mixtos ayer, pero hoy los rendimientos de los Treasuries estadounidenses amanecen a la baja. **La tasa de referencia a 10 años recorta 7pbs**, hacia la zona de 4,52%, a su vez que **el tramo corto (a 2 años) hace lo propio en 6pbs**, hasta 4,90%. Como resultado, el spread entre ambas curvas se ubica en torno a los -38pbs.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@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.