

24 de abril de 2024

Daily Mercados

ppi

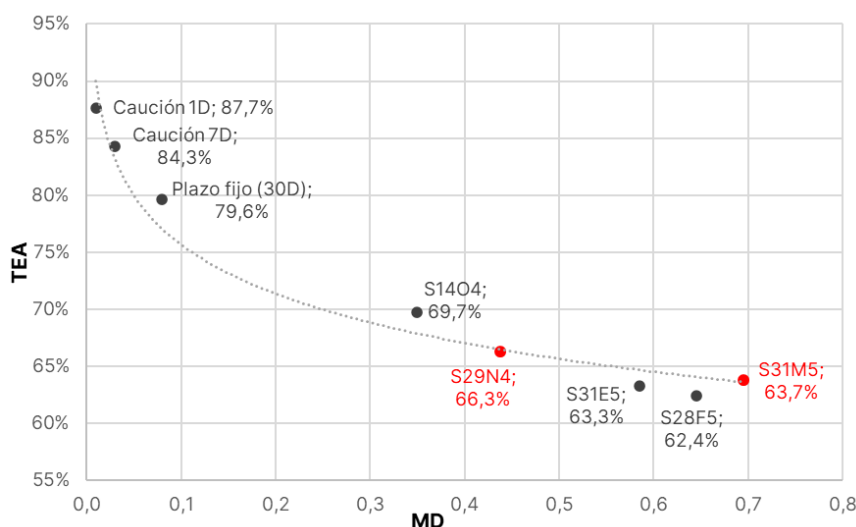
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Licitación del Tesoro: ¡más LECAPs a la cancha!

El Tesoro difundió las condiciones para la última licitación de abril, la cual se llevará a cabo este jueves 25 y liquidará T+3 (martes 30 de abril). En esta oportunidad, **Finanzas busca rollear \$2,8 billones que vencen**, alocados prácticamente en su totalidad en manos privadas. Los títulos que explican la mayor parte de los vencimientos son el Dólar Linked TV24 y el Dual TDA24.

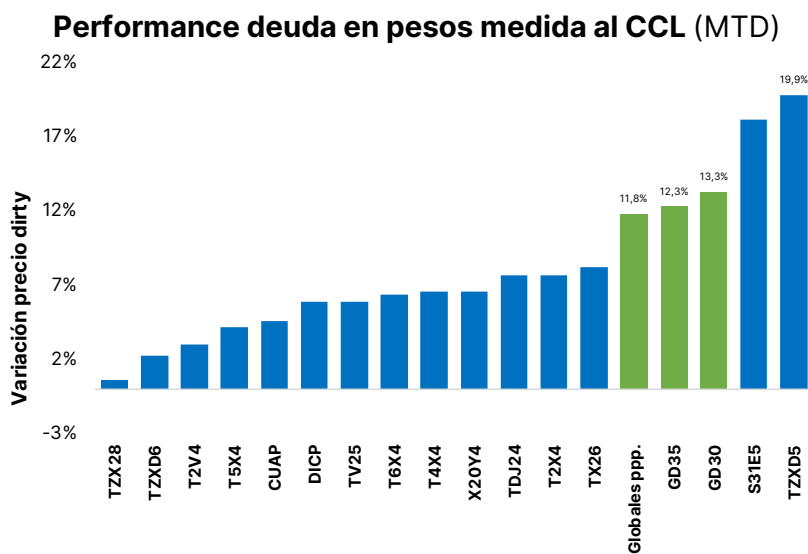
¿Qué ofrecen en esta oportunidad? El menú descrito en el comunicado está compuesto por **dos LECAPs nuevas** una a noviembre de este año (**S29N4**) y otra a marzo 2025 (**S31M5**), un nuevo BONCER que caduca el 31 de marzo de 2026 (**TZXM6**) y el conocido Dólar Linked **TZV25** con *maturity* el 30 de junio de 2025. Considerando el cierre de ayer del mercado secundario, si las LECAPs se posicionan en curva, la más corta podría salir a una tasa mensual capitalizable de 4,35% y la más larga a 4,20%.

Nuevas LECAPs en curva tasa fija actual



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

El Tesoro ofrece una combinación de letras a tasa fija y bonos CER en un contexto donde **la deuda ajustada por inflación se desplomó en las últimas ruedas**. Si bien las curvas de pesos estuvieron muy flojas en general, la caída fue más profunda en el tramo más largo de la curva CER. Esto sucedió en el marco de un derrumbe en las expectativas de inflación ante una desaceleración inflacionaria más abrupta de lo previsto (alta frecuencia, datos del INDEC y palabras de funcionarios van en esta línea). Así, en lo que va del mes, **los únicos títulos que superaron el desempeño de la deuda *hard dollar* fueron el TZXD5 y la letra S31E5. ¿A qué podemos atribuir esta dinámica?** En cuanto al TZXD5, **el rally que tuvo se explica por la existencia del 'bid' del BCRA en el mercado secundario**, que sale a comprar a la tasa de licitación + 200 pbs. En los últimos dos días, se emitieron alrededor de \$ 465.000 millones por esta vía. En lo que respecta a la letra, **tuvo una performance muy firme al favorecerse por la moderación de las expectativas de inflación**. Más allá de que la inflación se estaría desacelerando marcadamente, para que la LECAP de principios de enero 2025 rinda lo mismo que el BONCER T2X5, la inflación promedio entre abril y diciembre debería ser de 5,19%. Creemos que este sendero de desinflación es demasiado optimista.



¿Cepo por más tiempo?

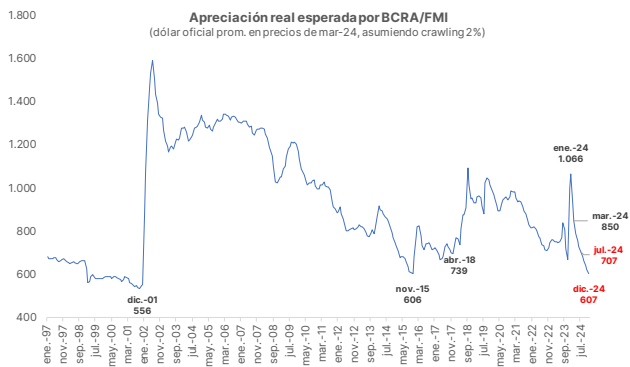
Ayer por la noche el Banco Central publicó una presentación que dio Vladimir Werning, vicepresidente de la entidad, en Washington frente a diversos inversores, la cual se tituló “Programa de estabilización de Argentina: avances y perspectivas” (ver [aquí](#)). En la misma, el BCRA menciona que **el objetivo final es tener un tipo de cambio flexible, eliminar el Cepo y establecer un esquema de competencia de monedas**. Sin embargo, reconoce que se aprendió de la experiencia de eliminación del Cepo en 2015 y, en consecuencia, ahora se estaría llevando a cabo la secuencia opuesta. Es decir, **primero establecer un ancla fiscal y segundo dismantelar los controles cambiarios y de capitales**. Dado que la consolidación fiscal se alcanzaría a fin de año al obtenerse equilibrio financiero, queda abierto el interrogante de **si la eliminación del Cepo se postergará más allá del segundo semestre de este año**. En definitiva, mientras que la mayoría del mercado está parado en que el dismantelamiento del Cepo sucederá en algún momento de la segunda mitad de 2024, la presentación sugiere que podría no ocurrir durante este año sino tal vez en algún momento del primer semestre de 2025. Esto también va en línea con lo mencionado en la séptima revisión del acuerdo del FMI acerca de que el gobierno se habría comprometido a quitar el impuesto PAÍS para fin de año.

Con todo esto dicho, lo segundo que queda en evidencia es que, en caso de que no haya un salto discreto del dólar oficial durante este año para salir del Cepo, **todo está dado para que la apreciación real se extienda**. Como mencionamos en otros informes, bajo el actual esquema cambiario, **el BCRA no puede acelerar el *crawling peg* por encima de la tasa en pesos sin condicionar la dinámica del MULC**. En otras palabras, acelerar el ritmo de devaluación a uno similar a la inflación para evitar la profundización de la apreciación cambiaria no es posible sin afectar la acumulación de reservas. No obstante, destacamos que también puede verse condicionada ante un peso muy apreciado si la cuenta corriente se torna deficitaria.

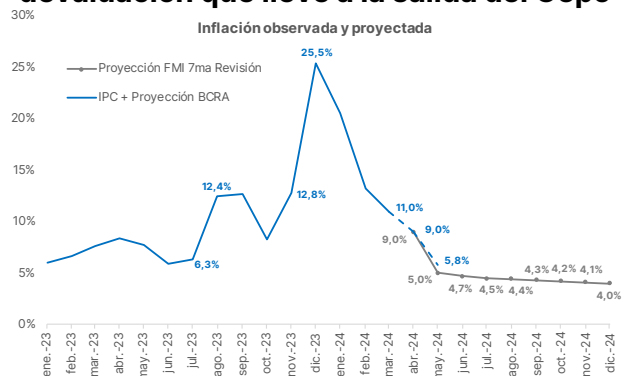
Considerando que el *crawling* se mantiene en 2% mensual (“*target*” del BCRA) y asumiendo el sendero de inflación estimado por el BCRA hasta mayo (9% en abril y 5,8% en mayo) y a partir de entonces la proyección del FMI (ver gráfico para mayor detalle), el tipo de cambio oficial promedio a fin de julio sería \$707 a pesos de marzo 2024, encontrándose 4,3% por debajo del nivel de abril 2018 pre *Sudden Stop*. **Si se extiende este ritmo de devaluación hasta diciembre, el tipo de cambio a fin de año valdría \$607 en términos reales, coqueteando con niveles pre crisis (2001/2005/2018)**. Precisamente, sería 17,9% inferior al nivel de abril 2018, prácticamente

iguararía al de la herencia de Kicillof en noviembre 2015 y se ubicaría 9,2% por encima del de fin de la Convertibilidad. Dicho de otro modo, no queda claro que **la economía argentina “aguante” con un tipo de cambio real tan bajo, lo que demandaría una devaluación no tan acotada para salir del Cepo.** El riesgo en este caso es un **rebrote inflacionario que desancle las expectativas.** A diferencia de lo que se creía meses atrás, la nominalidad aceleraría desde un nivel mucho más bajo al esperado inicialmente. El FMI proyecta una inflación de 4% para diciembre, por lo que consideramos que podría coquetearse con un dígito “alto” en la eventual devaluación para salir del Cepo, quedando muy por debajo de las inflaciones de diciembre y enero tras el salto discreto de 118% del 10 de diciembre. En caso de ser inexorable el salto cambiario, el equipo económico podría trabajar en el ancla cambiaria (y en un esquema monetario, que aún está por verse) para que las expectativas se mantengan ancladas y así el salto inflacionario sea percibido como transitorio.

La apreciación real se extenderá



La inflación se reacceleraría con la devaluación que lleve a la salida del Cepo



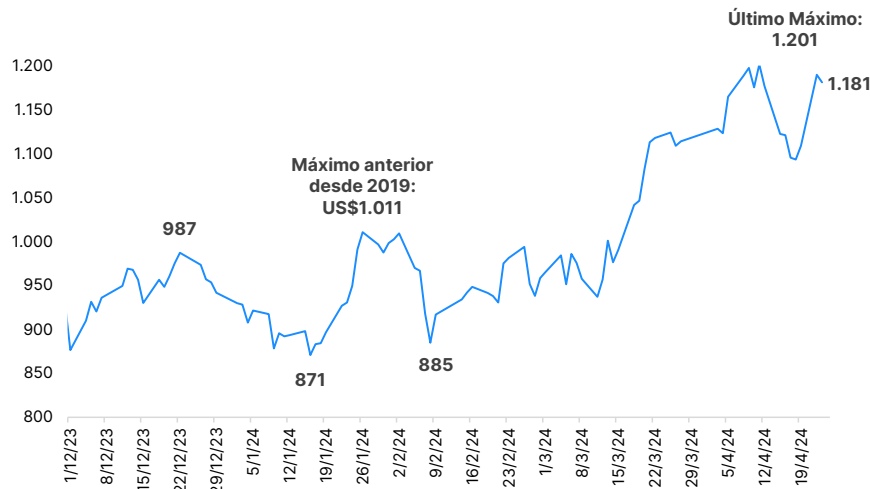
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval recortó luego del lunes de euforia

El índice de acciones argentinas cayó 0,7% en la jornada del martes hasta US\$1.181, luego de un lunes que mostró subas que alcanzaron los dos dígitos. En pesos, la caída fue aún mayor, del orden del 1,8%, pero la apreciación del peso, medido a partir del tipo de cambio implícito de los ADRs, amortiguó la caída. En la bolsa local, todo el panel líder cerró en rojo. Las mayores pérdidas fueron de EDN (-4,8%), ALUA (-4,1%) y COME (-3,4%). Por su parte, los ADRs operaron mixtos y registraron subas encabezadas por DESP (+3,3%), MELI (+2,0%) y VIST (+1,4%), en tanto que EDN (-4,4%), PAM (-2,5%) y TGS (-2,5%) finalizaron la jornada con las bajas más importantes.

En la rueda de ayer, **tanto renta variable como renta fija registraron pérdidas.** En ambos casos creemos que puede haber existido algún componente de toma de ganancias. En el caso de la deuda, parte de la baja se atribuye a un comportamiento de tipo *sell the news*, luego de la confirmación del superávit fiscal en el primer trimestre del año. Por el lado de las acciones, **la impresionante suba del lunes pudo haber dado la oportunidad de tomar ganancias, pues el índice se encontraba apenas un punto porcentual por debajo del último máximo.** Por otro lado, la protesta de ayer demostró que existen sectores de la sociedad que no apoyan los recortes y licuaciones de gastos y que quizás algunas medidas no son tan populares como se vislumbraba durante los primeros cuatro meses de mandatos.

Un descanso luego del rally



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

Finalmente, **hoy comienza la temporada de balances, siendo TXAR la primera en presentar resultados. Sin lugar a duda tendremos en frente números desafiantes en todos los sectores.** Las industriales y las empresas avocadas al consumo masivo tienen las dificultades de una economía en recesión. En el caso de los bancos, a esto debe sumarse que no tendrán las ganancias extraordinarias del salto devaluatorio. Por último, en el caso de las energéticas, si bien comenzó la recomposición de tarifas, no estarán plenamente reflejadas en los números del primer trimestre. A su vez, la situación con CAMMESA agregará ruido sobre los números. En este sentido, al igual que PAMP, ayer AES informó que no percibió pagos por las transacciones de diciembre, enero y febrero, pero que, por el momento, la situación no afecta la capacidad de pago de la empresa. No obstante, alertan que, de acumularse más períodos sin pagos o extenderse la mora, la compañía podría enfrentar problemas para honrar sus obligaciones. Lógicamente, no podrá seguir financiándose con entidades financieras u otras alternativas *in aeternum*.

La temporada de earnings al rescate del S&P 500

Wall Street hilvana dos ruedas al hilo en verde. **Luego de caer por debajo de los 5.000 puntos el viernes pasado, el S&P 500 recuperó 2,1% en lo que va de la semana (0,9% ayer).** En este sentido, ayer el Nasdaq y el Dow Jones treparon 1,1% y 0,7%, respectivamente. La temporada de resultados llegó al rescate del principal índice bursátil estadounidense, el cual enfrentó dificultades como consecuencia del contexto geopolítico y el *higher for longer* de la Reserva Federal. Recordemos **que alrededor de 180 empresas reportan earnings esta semana, lo que representa más de 40% del market cap del índice.** Entre ellas, se encuentran 4 de las 7 'magníficas' (TSLA, cuyo informe se publicó ayer, junto con MSFT, GOOGL y META). Particularmente ayer se destacaron GE (+8,3% ayer), SPOT (+11,4% ayer), GM (+4,4% ayer), PEP (-2,9% ayer), V (+2,5% en el pre market) y TSLA (+11% en el pre market).

Tesla sube casi 11% en el pre market, luego de que la acción cayera 42% en lo que va del año. **La compañía mencionó que está acelerando el lanzamiento de autos más baratos,** con el objetivo de comenzar la producción de los nuevos modelos a principios de 2025. La noticia fue suficiente para compensar el trimestre de Tesla con ganancias e ingresos peores de lo esperado. Por otro lado, **los ingresos de Pepsi aumentaron 2,7% en el trimestre, superando la previsión de los analistas del 2,3%.** A pesar de que el volumen de ventas se contrajo 2% en el período, pudieron aumentar los precios 5%. Si bien un aumento del 5% en precios puede parecer bastante, en el

1T23 la compañía logró un aumento de precios del 16%, mientras que el volumen cayó un 2%. Por esta razón, las acciones de Pepsi cayeron ayer.

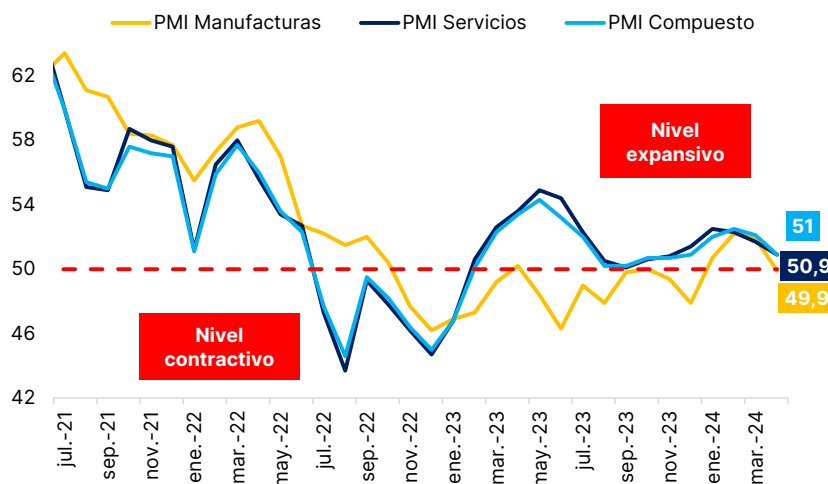
Evolución del S&P 500 (precios constantes del 23 de abril)



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

Entre otras noticias, ayer se dieron a conocer indicadores del nivel de actividad correspondientes a abril. El índice PMI, elaborado por la consultora S&P Global, muestra la situación actual tanto de la industria como del sector de servicios. Ampliando, una lectura por encima de 50 implica una expansión del nivel de actividad, caso contrario una contracción. Así, la actividad empresarial estadounidense se expandió en abril al ritmo más lento de este año. **El PMI se posó en 50,9 en abril, por debajo de lo esperado (52) y desacelerándose con respecto al registro de marzo (52,1).** Específicamente, el sector de servicios se ubicó en torno a los 50,9 puntos en abril, sorprendiendo a los analistas del mercado que estimaban una lectura de 52. A su vez, el resultado implicó una desaceleración en relación con lo observado en marzo (51,9). Finalmente, **la industria volvió a caer por debajo de los 50, una dinámica que se repitió a lo largo del 2023.** De este modo, el PMI de fabricación se situó en 49,9 este mes. La industria pasó de expandirse en marzo (51,7) a contraerse en abril, cuando se esperaba un crecimiento de 52 puntos.

Evolución del índice PMI



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

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.