

26 de abril de 2024

Daily Mercados

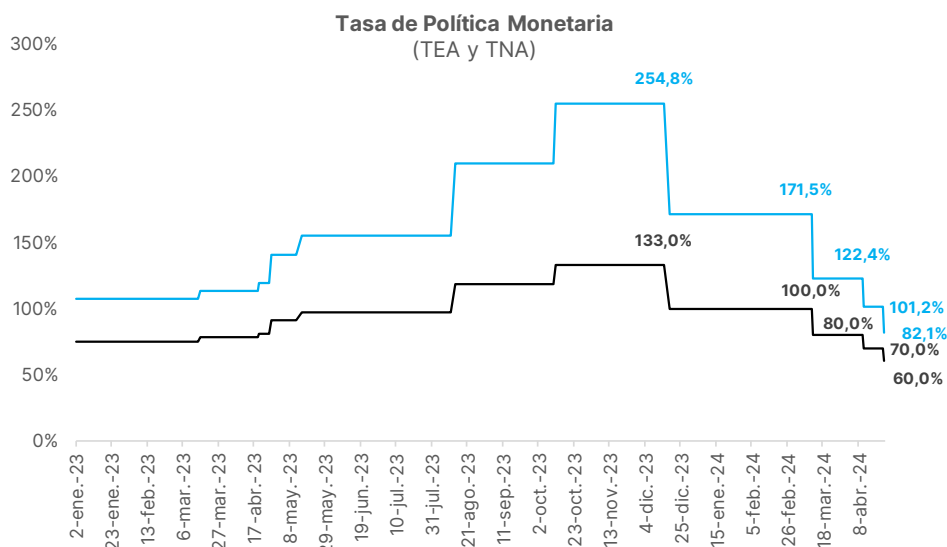
ppi

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

El BCRA continúa bajando las tasas de interés

El Banco Central volvió a recortar a tasa de política monetaria (TPM) durante la licitación del Tesoro. Esto ya había ocurrido hace dos semanas atrás (11/04), cuando la autoridad monetaria disminuyó la tasa de pasés 10 pp de 80% a 70% TNA. En dicha oportunidad, se le sumó un encaje de 10% a las cuentas remuneradas de FCI Money Market, amplificando el efecto sobre las tasas de mercado. Ayer el BCRA extendió el recorte, **al reducir la TPM 10 pp adicional de 70% a 80% TNA, de 101,2% a 82,1% TEA o de 5,9% a 5,1% TEM.** Así, esta fue la **segunda baja de tasas en abril y la cuarta en la gestión Milei**, que llevó a la TPM a desplomarse desde 133% TNA, 254,8% TEA o 11% TEM. Al netear la alícuota de 8% de ingresos brutos, quedó configurado un límite superior para las tasas pasivas de 55,2% TNA o 4,6% TEM. Por lo tanto, no es descabellado pensar que tanto las tasas de Plazo Fijo como la de caución cederían de la zona de 60% a 50%.

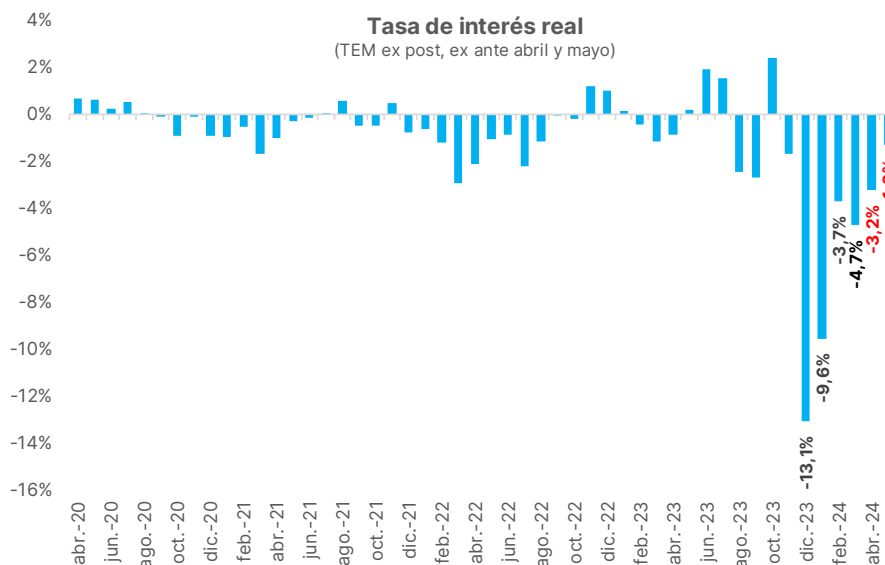
Nueva baja de tasas del BCRA



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

Como tratamos en detalle en nuestro último informe macro [“Salida más lenta del cepo garantiza apreciación”](#), consideramos que una de las razones detrás del nuevo recorte de tasas es que **el equipo económico todavía no se sentiría cómodo con el nivel de saldos reales que hay en la economía para salir del Cepo.** Por ende, se busca perdurar la erosión de los saldos reales a través de **mantener la tasa real en terreno negativo ante la abrupta desaceleración inflacionaria** que muestran los relevamientos de alta frecuencia (para más información ver nuestro informe macro). A modo de ejemplo, la tasa real de plazo fijo *ex ante* pasó de -2,5% mensual previo a esta última baja a -3,2%, asumiendo una inflación para abril de 7,6% en línea con alta frecuencia. Tomando una mayor perspectiva, la tasa *ex ante* para mayo, que se encontraba levemente en terreno negativo (-0,5%) suponiendo una inflación de 5,5%, disminuyó a -1,3%.

Se busca mantener la tasa real en terreno negativo



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

Habiendo perdido efecto el BOPREAL como instrumento de absorción monetaria (la serie 3 todavía no fue completada debido al alto CCL implícito en relación con el de mercado), el Central se vio forzado a restablecer el ritmo de erosión de pesos ante la política monetaria expansiva que surge de la compra de divisas. **No descartamos que, como complementó a la decisión de recorte de tasas, se permita la suscripción de BOPREAL para el pago de dividendos y utilidades** (ver [aquí](#)), volviendo nuevamente relevante la contracción monetaria por este factor. Un hecho que no debe ser pasado por alto, y que explica otra razón por la que se habría llevado a cabo la medida, es que **ambos recortes de tasas coincidieron con las licitaciones de Finanzas**. Esto podría interpretarse como un intento por **seducir a los bancos a que sigan migrando deuda del BCRA al Tesoro** (ver “El Tesoro tuvo un resultado desfavorable en la subasta, ¿qué falló?”).

En cuanto a las consecuencias más palpables de la nueva baja de tasas, destacamos que **le pone un techo más bajo a la aceleración del crawling peg**. Recordamos que en un esquema de Cepo es necesario que el ritmo de devaluación sea inferior a la tasa en pesos para no trabar el MULC. Por lo tanto, **la apreciación real seguirá profundizándose** ante un *crawl* que no puede converger a la tasa de inflación, aunque a un menor ritmo dada la fuerte desaceleración inflacionaria. **Respecto al CCL, consideramos que el efecto será acotado**, como ocurrió con las bajas de tasas anteriores, **ya que está regido por los flujos de la liquidación de los exportadores más que los fundamentos macro**. La mayor parte del efecto lo habríamos visto ayer, con el rebote del CCL de 2,2% a \$1.080, que llevó la brecha cambiaria a 23,6%.

Para un análisis más exhaustivo sobre la baja de tasas, su fundamento y consecuencias económicas los invitamos a leer nuestro [informe macro de abril](#).

El Tesoro tuvo un resultado desfavorable en la subasta, ¿qué falló?

Finanzas, aún con tasas atractivas, no logró refinanciar el total de vencimientos que rondaban los \$2,8 billones. La entidad logró capturar \$2,7 billones, principalmente vía LECAPs, que representaron el 63,4% de lo emitido. Detallando las tasas a las que fueron colocadas las ofertas del menú, la LECAP a noviembre, que pensamos que podía rondar en los 4,3% de TEM, salió a una tasa de 4,4%. En tanto, su par con vencimiento a marzo se emitió a una tasa de 4,1%, por arriba del 3,9% que estimábamos. A su vez, el bono Dólar Linked TZV25, que en el secundario previo a

las condiciones rondaba una TNA de -5,3%, se licitó a -2,95%. Por último, el nuevo BONCER (TZXM6) salió a -1,02%, ubicándose levemente por encima de la curva previo a la difusión de las condiciones de la subasta. Así, **el Tesoro emitió tasas favorables a lo largo de todo el menú.**

Resultado última licitación de abril

Resultado de la Licitación (25 de abril 2024)

Instrumento	Fecha	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa	%
LECAP (S29N4)	29/11/24	1.121.471,00	4,4% (1)	41,02%
LECAP (S31M5)	31/03/25	611.614,00	4,1% (1)	22,37%
BOLI (TZV25)**	30/06/25	393.081,33	-1,02%* (2)	14,38%
BONCER (TZXM6)	31/03/26	607.582,78	-2,95%*** (2)	22,23%
		Total Licitación (P\$ Mill.)	2.733.749	
		Vencimientos (P\$ Mill.)	2.801.109	
		Resultado (+/- AR\$ Mill.)	-67.360	

*Spread sobre Devaluación del Tipo de Cambio oficial.

**Nominales en US\$.

(1) Tasa efectiva mensual

(2) Tasa nominal anual

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

Este resultado se dio en un contexto en que, al igual que en la anterior licitación, **el Central disminuyó las tasas de interés** (ver "El BCRA continúa bajando las tasas de interés"). Cabe remarcar que **esta maniobra intenta incentivar al mercado a buscar mayores retornos en las licitaciones del Tesoro con el objetivo de asegurar un resultado favorable** (cosa que no ocurrió). Asimismo, en línea con lo que mencionamos en el [Daily](#) del miércoles, el Central continuó con las compras en el TZXD5, dándole profundidad al mercado. Teniendo en cuenta estos factores, **el mal desempeño del MECON resulta llamativo**. De todas formas, **el Tesoro alcanzó un financiamiento neto positivo de \$5,73 billones en abril**. Según el comunicado, la entidad realizó un roll-over de 175%, lo que es más que significativo. **¿Qué nos sugiere esto?** Si bien un tropezón no es caída, el MECON tendrá que hacer un mayor esfuerzo en las próximas licitaciones para rollear los vencimientos. Pareciera que no alcanza con las estrategias de tasa fija y las sucesivas bajas de tasas que extienden la erosión de los saldos reales.

Por su parte, **hoy se llevará a cabo la licitación de los puts del Banco Central**. Recordemos que, a partir de la última subasta, dichos instrumentos solo pueden ejercerse 30 días antes de la maturity del título subyacente. Se emitirán puts para la letra que vence en marzo (S31M5) y el nuevo BONCER (TZXM6). El resultado nos devolverá un aproximado de la participación de los bancos en estos bonos.

El Merval en positivo luego de la baja de tasas

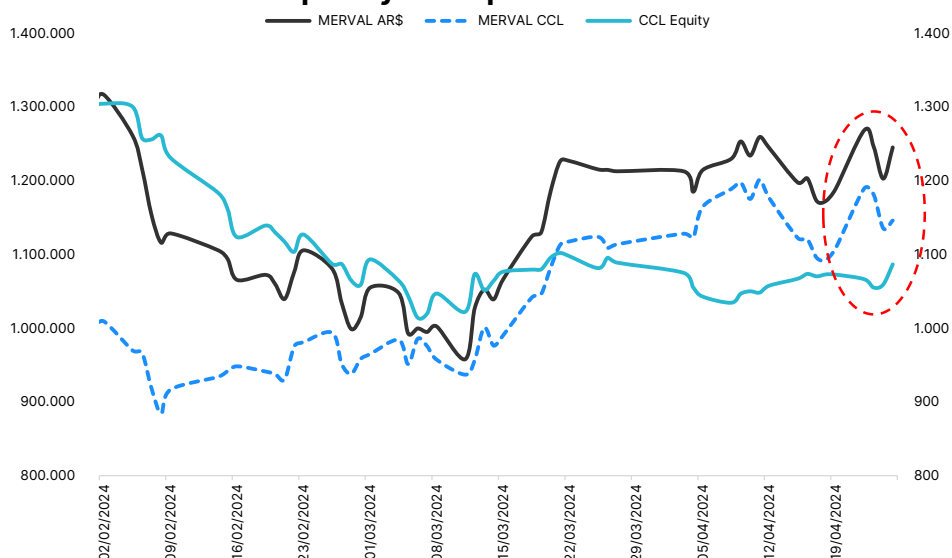
El índice de acciones argentinas trepó 0,9% ayer hasta los US\$1.146. En pesos, el incremento fue considerablemente mayor, del orden del 3,5%, pero la suba del tipo de cambio implícito de los ADRs (+2,6%) en el día en que el Banco Central volvió a bajar la tasa de pases contrarrestó el avance. En la bolsa local, todo el panel líder cerró en verde con importantes subas en SUPV (+6,6%), TXAR (+5,5%) y TGSU2 (+5,1%). Por su parte, los ADRs operaron mixtos y registraron subas encabezadas por LOMA (+2,1%), GGAL (+1,4%) y DESP (+1,4%), en tanto que GLOB (-2,3%), VIST (-1,5%) y CAAP (-0,7%) finalizaron la jornada con pérdidas. El desempeño de TXAR y VIST puede explicarse por la reacción del mercado luego de la presentación de resultados. En el primer caso, la compañía acerera logró resultados positivos a pesar del difícil contexto macro. En tanto

que VIST presentó buenos números, pero por debajo de las expectativas del mercado. Para un análisis detallado de los resultados ver *¿Oportunidad de compra a la VIST? Y Ternium inauguró la temporada de balances del Merval*, publicadas en la edición del [Daily Mercados de ayer](#).

Como explicamos en “El BCRA continúa bajando las tasas de interés”, la autoridad monetaria local decidió recortar nuevamente la tasa de pasés. Como hemos sostenido en otras oportunidades, esto resulta positivo para el equity en dos sentidos. Por un lado, permite bajar los costos de financiamiento. Por otro lado, en términos de valuación, las tasas de descuento se reducen, lo que mejora el valor presente de los flujos futuros de las empresas. **Ahora bien, resulta relevante el hecho de que ayer, luego de la baja de tasas, se despertó el tipo de cambio implícito de los ADRs, y registró la suba más importante desde la baja de 20 puntos porcentuales en marzo pasado.** Si bien una sola rueda no significa tendencia, destacamos que, en tiempos de relativa estabilidad en el tipo de cambio y apreciación del peso, el Merval parece no haber perdido su característica de cobertura imperfecta del CCL. Ello podría explicar parte de la suba.

Entre las noticias importantes para el equity, **resaltamos que ayer se logró el dictamen de la Ley Bases y el paquete fiscal**, y ambos proyectos serían tratados en la Cámara Baja el próximo lunes. Los tiempos se acortan y el 25 de mayo, fecha del pacto, está cada vez más cerca. ¿Logrará el oficialismo aprobar las leyes en un mes? Otra noticia de fundamental importancia para el sector energético es **la propuesta de cancelación de la deuda de CAMMESA con las generadoras eléctricas y petroleras**. Según trascendió, **desde el Ministerio de Economía habrían propuesto cancelar los pagos atrasados con un bono soberano con vencimiento en 2038, el conocido AE38**. Dado que ayer cotizaba a 51,5% de paridad contra MEP, esto podría implicar un recorte de al menos 50% en los pagos adeudados. Si bien varias empresas informaron que, a pesar de la situación, están haciendo frente a sus obligaciones con normalidad, una eventual pérdida del 50% en los pagos atrasados nunca es buena noticia. Mirando el vaso medio lleno, la parte positiva estaría en que, a partir de la transacción de febrero los pagos comenzarían a normalizarse.

El Merval acompañó y sobrepasó el movimiento del CCL



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

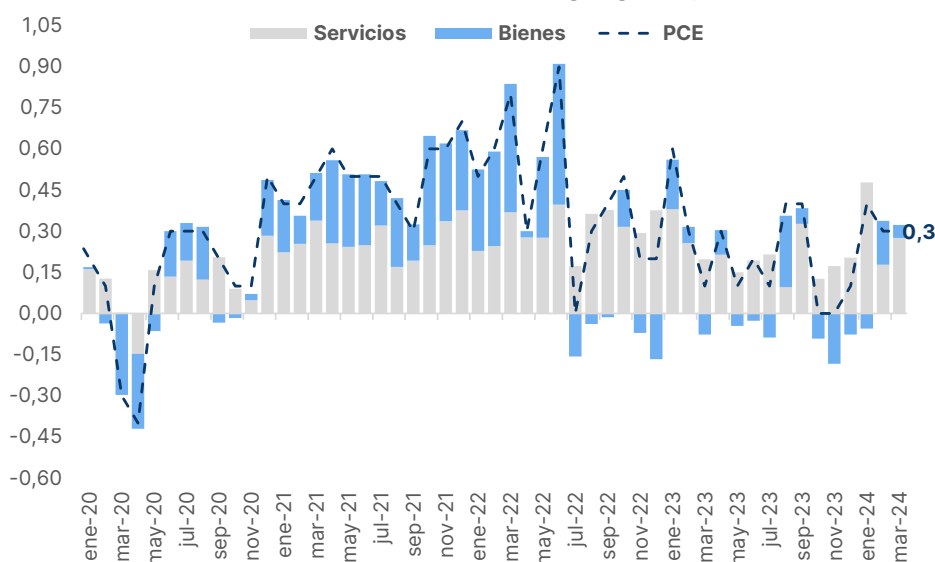
La inflación PCE confirma la aceleración en los precios observada el 1T24 en EE.UU.

Hoy se publicó el Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal (PCE, por sus siglas en inglés), la medida preferida de inflación de la Reserva Federal. Tras conocerse los resultados del

Índice de Precios al Consumidor (IPC), que creció 0,4% mensual en marzo (luego de sumar 0,4% en febrero y 0,3% en enero), el mercado anticipaba una pobre lectura del PCE, con una estimación del 0,3% mensual. De esta forma, **la inflación PCE estuvo en línea con las expectativas y sumó 0,3% mensual en marzo, manteniendo el mismo nivel que en febrero.** Nuevamente, la medida estuvo impulsada por el sector de servicios que trepó 0,28% mensual contra el 0,05% que aportaron los bienes. **En cuanto a la variación anual, el dato se situó en 2,7%, ligeramente por encima del 2,6% esperado** y acelerándose con respecto al 2,5% de febrero. En paralelo, **el PCE subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía, también creció 0,3% mensual en marzo**, empatando lo obtenido en febrero y las proyecciones del mercado. Así, el PCE core avanzó 2,8% anual el mes pasado, levemente por encima de las estimaciones de los analistas (2,7%) e igualando el registro de febrero.

Contra todo pronóstico, no hubo sorpresas. Resulta que los datos anteriores de enero y febrero fueron revisados al alza, lo que reduce el nivel de PCE de marzo necesario para alcanzar el promedio del primer trimestre implícito en el informe del PIB de ayer. Esto explica la reacción de los Treasuries que descienden a lo largo de la curva. La tasa de referencia a 10 años recorta 4pbs, hasta 4,66%, a su vez que el tramo corto (a 2 años) achica 3pbs, hacia la zona de 4,97%.

Evolución de la inflación PCE desagregada por sectores



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Por otro lado, **vuelan los futuros de los principales índices bursátiles en el *pre market*, después de conocerse los earnings de Microsoft y Alphabet.** En la posición líder se encuentra el Nasdaq, que suma 1%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones, que hacen lo propio en 0,74% y 0,11%, respectivamente. En la antesala de su conferencia, GOOG (-1,9%) y MSFT (-2,5%) cerraron el día en terreno negativo. **Alphabet, la matriz de Google, reveló su primer dividendo junto con un programa de recompra de acciones valorado en US\$70.000 millones.** Este anuncio impulsa un aumento de casi el 11% en el valor de sus acciones en el *pre market*. Por otro lado, **Microsoft superó las expectativas en cuanto a ingresos y ganancias trimestrales**, gracias al impulso generado por la adopción de inteligencia artificial en sus servicios en la nube. Como resultado, las acciones de Microsoft aumentan más de 4% antes de que abra el mercado.

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.