

3 de mayo de 2024

Daily Mercados

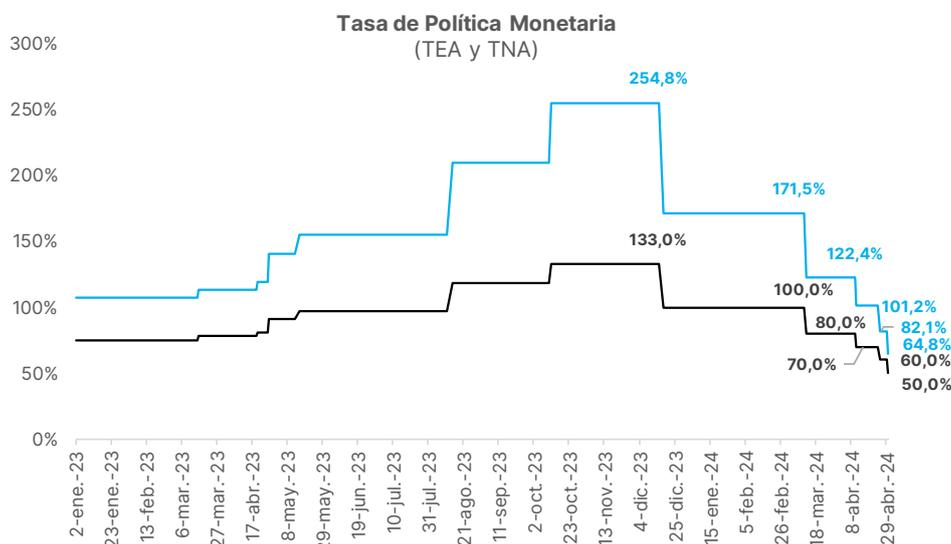
ppi

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

¿Tasas sin piso?

El Banco Central recortó la tasa de política monetaria (TPM) otros 10 pp de 60% a 50% TNA (82,1% a 64,8% TEA o 5,1% a 4,2% TEM). De esta forma, la TPM se desplomó 30 pp desde 80% TNA en tres semanas y 83 pp desde la asunción de Milei (133%). Asimismo, la autoridad monetaria dispuso que, a partir del 15/05, **el encaje de las cuentas remuneradas de FCI Money Market aumente de 10% a 15%** (era 0% previo a la baja del 11/04) **e impuso un encaje de 15% a las cauciones bursátiles tomadoras** (antes era 0%). Ambas medidas amplificarán el efecto de la baja de la TPM. Yendo a los números, al considerar la alícuota de Ingresos Brutos de 8% en CABA, quedó configurado un límite superior para las tasas pasivas de 46% TNA o 3,9% TEM. De esta manera, los bancos ya muestran en sus *home banking* las tasas de plazo fijo en la zona de 40%, reduciéndose desde 50% la semana previa. En cuanto a las "remu" de Money Market, la deducción del encaje de 15% deja un límite superior de 39,1% TNA o 3,3% TEM, cayendo desde 46,9% o 3,9%, reduciendo al atractivo relativo de estos instrumentos.

Nueva baja de tasas del BCRA

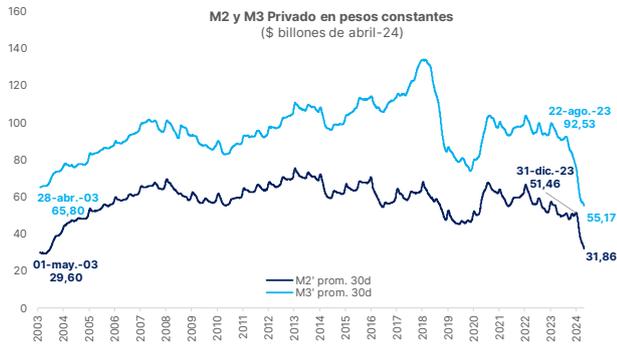


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

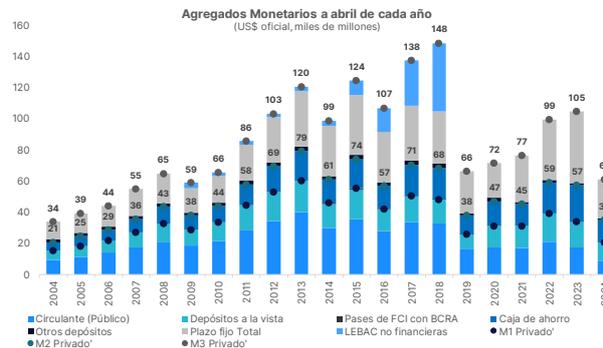
¿Cuáles son las razones de esta nueva baja de tasas y qué implica para la economía? Resumimos en los siguientes puntos nuestra visión que se encuentra detallada en el último informe macro "[Salida más lenta del cepo garantiza apreciación](#)".

- 1) **El equipo económico todavía no se sentiría cómodo con el nivel de saldos reales que hay en la economía para salir del Cepo.** Dada los sucesivos recortes de tasas, la pregunta del millón es cuál es el nivel *target* al que apunta el gobierno. Si bien los agregados monetarios están en mínimos tanto medidos en términos reales como en PBI, no ocurre lo mismo en dólares oficiales. El M3 Privado, el agregado monetario más amplio de la economía, promedió US\$61.000 millones en abril, un monto no tan elevado en comparación con años anteriores (ver gráfico abajo). Sin embargo, el panorama se vuelve más complejo al considerar que el sector privado no financiero tendría alrededor de US\$24.000 millones en deuda en pesos del Tesoro producto de la represión financiera que permite el Cepo. Debido que este stock está mayormente indexado por CER, seguirá creciendo en dólares oficiales incluso en el escenario más optimista de desinflación ante un *crawling peg* sosteniéndose en 2%. Por ende, los activos monetarios que potencialmente podrían dolarizarse hoy rondan en US\$85.000 millones, pero continuarán incrementándose endógenamente.

La desmonetización es récord



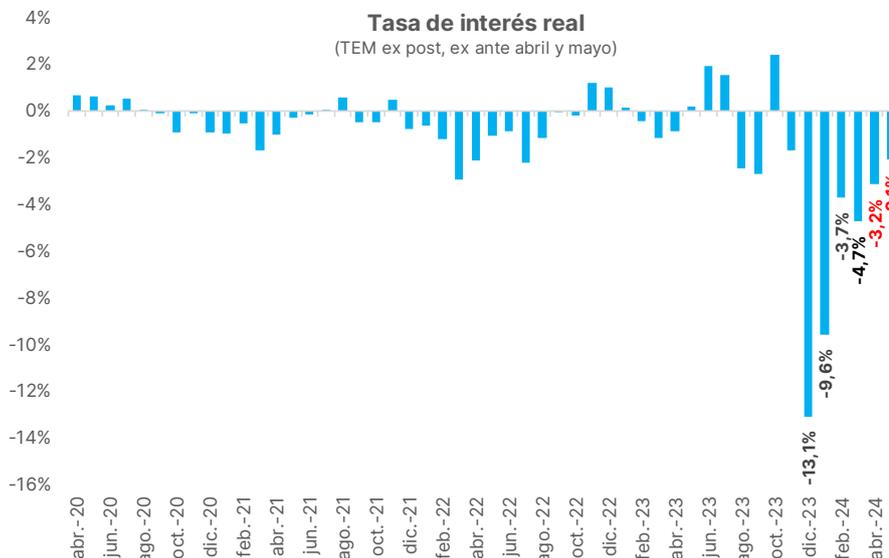
Los niveles en dólares son más ajustados



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

2) Ante la abrupta desaceleración inflacionaria que muestran las mediciones de alta frecuencia, se readecua la remuneración de los pesos de tal modo que **perdure la erosión de los saldos reales**. Es decir, **se busca mantener la tasa real en terreno negativo**. A modo de ejemplo, asumiendo una inflación de 5,5% para mayo en línea con la proyección del BCRA, la tasa de un plazo fijo *ex ante* pasó de -1,3% mensual o -14,9% anual a -2,1% o -22,7%. Sumado a la baja de tasas que permite reestablecer el ritmo de erosión ante la política monetaria expansiva por la acumulación de reservas, el BCRA complementó la medida permitiendo la suscripción de BOPREAL para el pago de dividendos y utilidades. Renovado el atractivo por este instrumento, volvería la contracción monetaria derivada por este factor, permitiendo contrarrestar la emisión que surge de la compra de divisas.

Se busca mantener la tasa real en terreno negativo

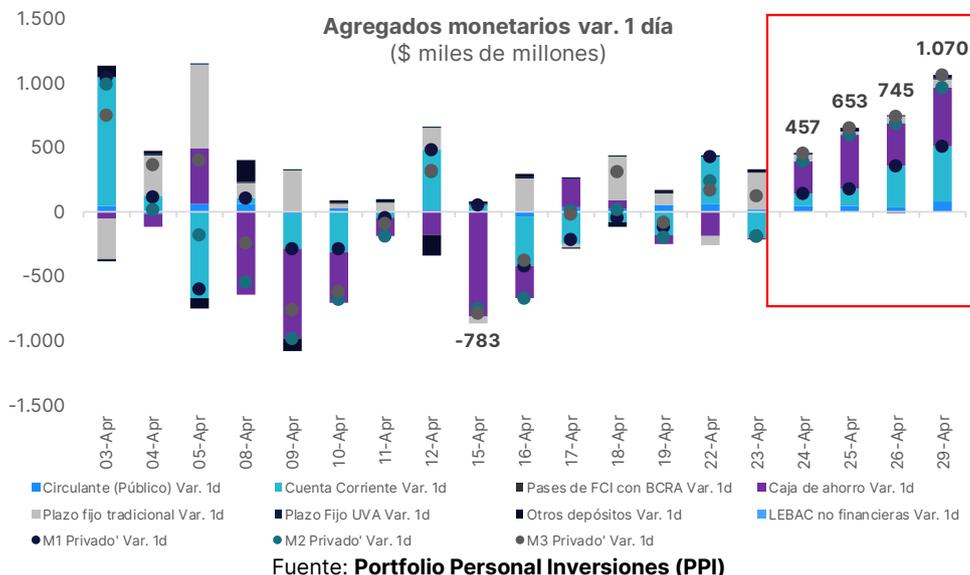


Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

3) Se intenta seducir al sector privado, principalmente a los bancos, a que **migren de riesgo BCRA a Tesoro para mantener su rentabilidad**. No es casualidad que la nueva baja se diera luego de que se emitieran alrededor de \$1,35 billones por el *bid* del BCRA en el TZXD5 en apenas cuatro ruedas, lo que denotó la semana pasada la preferencia marginal del mercado por *swappear* deuda Tesoro por BCRA. Gran parte de las ventas provino del sector privado no

financiero, dado que el M3 privado trepó \$2,9 billones entre el 24/04 y el 29/04, expansión explicada en mayor medida por las compras de TZXD5 por parte del BCRA.

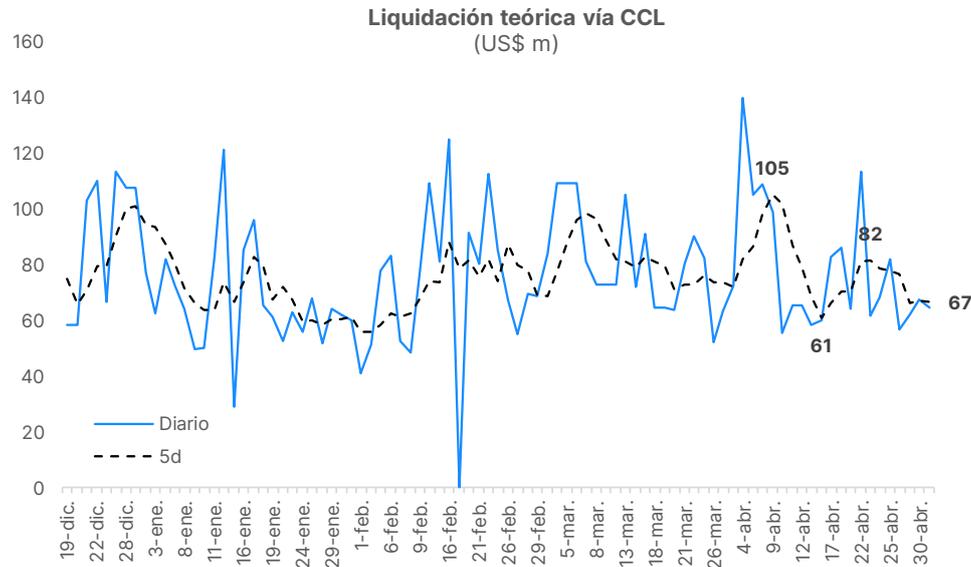
Fuerte expansión de los agregados por las operaciones de mercado abierto del BCRA



- 4) **Le pone un techo más bajo a la aceleración del *crawling peg*.** Precisamente, el techo del ritmo devaluatorio pasó **de 4,1% a 3,3% TEM** (medida a través de la tasa de plazo fijo). Recordamos que, en un esquema de Cepo, es necesario que el *crawling* 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. Hacia adelante, **cuanto más pronunciada sea la apreciación, mayor será la devaluación necesaria para equilibrar el eventual desbalance del sector externo.** Dicho de otro modo, salir del Cepo requerirá una devaluación no tan acotada, cuyo riesgo potencial es un rebrote inflacionario que desancle las expectativas.

- 5) **La primera reacción del CCL al recorte de tasas fue un salto de 2,4% hasta \$1.117, el cual llevó a la brecha cambiaria a 27,2%.** Vale destacar que **la liquidación de los exportadores tampoco acompañó**, mermando la liquidación teórica vía el mercado financiero de US\$67 millones a US\$65 millones, montos relativamente bajos desde estrenado este esquema el 14/12. Como mencionamos en las bajas de tasas pasadas, consideramos que el efecto de la medida será acotado sobre el CCL y que continuará regido por los flujos de la liquidación de los exportadores.

La liquidación de los exportadores vía CCL no acompañó



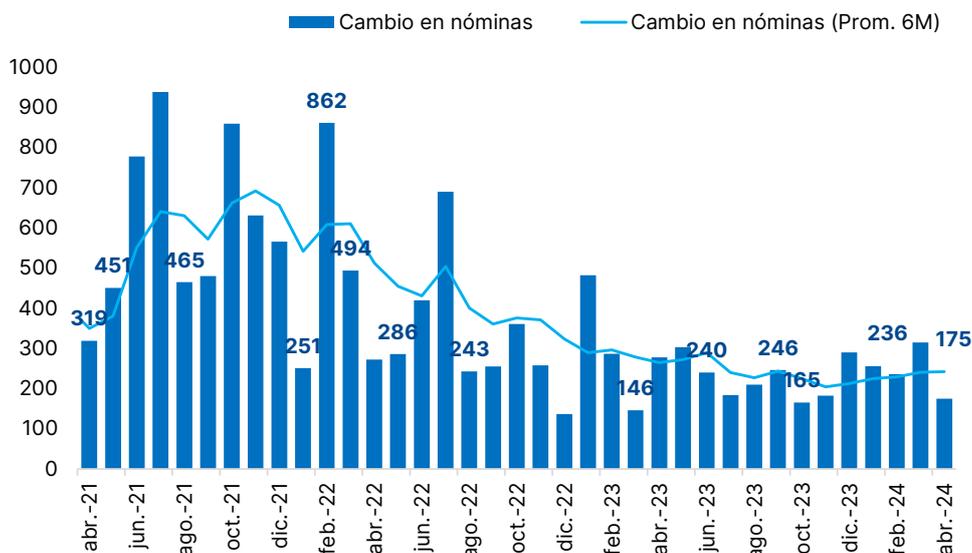
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Débil informe de empleo en EEUU, ¿un bálsamo para los mercados?

Tras la aceleración inflacionaria de los últimos meses, algunos analistas comenzaron a barajar la posibilidad de que la economía estadounidense entre en estanflación. Es decir, alta inflación y estancamiento económico. **El dato de empleo pone en jaque esa hipótesis.**

Las nóminas no agrícolas crecieron en 175.000 puestos en abril, muy por debajo del 240.000 esperado, pero lo más relevante ocurrió en los precios. **El salario por hora promedio subió 0,2% en abril**, siendo inferior al 0,3% estimado y al ritmo de marzo (0,3%). **¿Por qué es muy relevante este indicador?** Uno de los condimentos que presionó al alza los precios durante la primera parte del año era el componente salarial. **Quitar esa presión del medio facilita el trabajo de la Fed e incrementa la probabilidad de iniciar el sendero de baja de tasas este año.** Bajo este marco, los rendimientos de los Treasuries comprimen fuertemente. La tasa a 10 años recorta 10 puntos básicos hasta 4,48%, mientras el tramo corto (a 2 años) hace lo propio en 11 puntos básicos, hacia la zona de 4,77%. De este modo, **el mercado finalmente pasa a descontar 2 recortes en la tasa de referencia para este año.** El martes previo a que Powell hablara, la probabilidad de que esto sucediera era del 13%. Después de la conferencia del miércoles del presidente de la Fed esta probabilidad se ubicó en 40% y cerró en torno al 60% ayer. En este momento, luego de la primera lectura del empleo de abril, **el mercado ahora descuenta por completo los 2 recortes en 2024.**

Evolución de las nóminas no agrícolas (en miles)

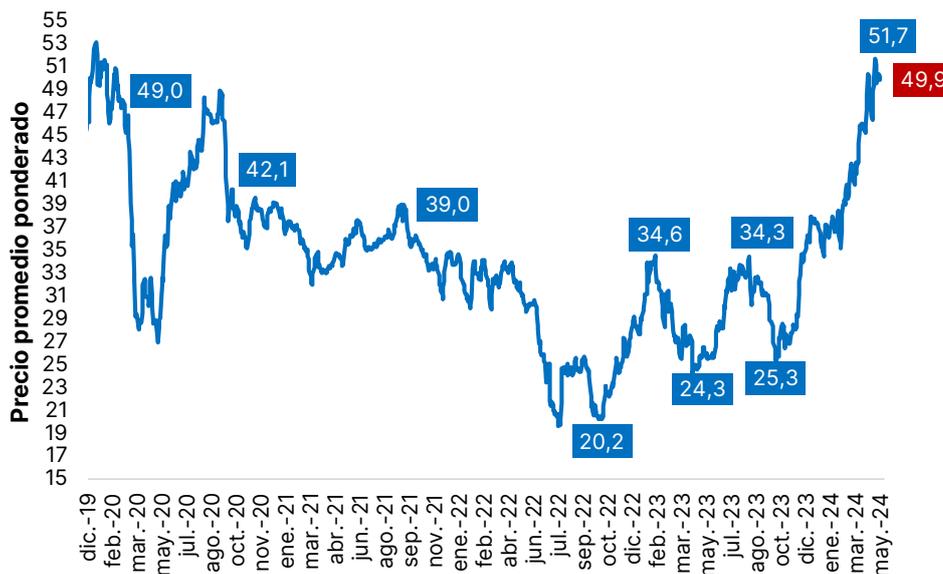
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Entre otras noticias, **ayer en el *after market* se dieron a conocer los *earnings* de Apple**. Los resultados no fueron tan malos como se esperaba, especialmente en China. Esto fue acompañado por la **aprobación de la junta directiva de una recompra de acciones de US\$110.000 millones**, la más grande en la historia de Estados Unidos, rompiendo el propio récord de Apple. La combinación de estos factores impulsa la acción de la compañía al alza en el *pre market* (+6,3%). Además, **la noticia generó un efecto dominó en las acciones tecnológicas**. Tanto los futuros de Nasdaq y del S&P 500 amanecen con ascensos del 2% y 1,3%, respectivamente. Cabe destacar, que las subas se aceleraron luego de conocerse el reporte laboral y el potencial efecto en la política monetaria de la Fed.

¿Habrá rebote en la deuda argentina?

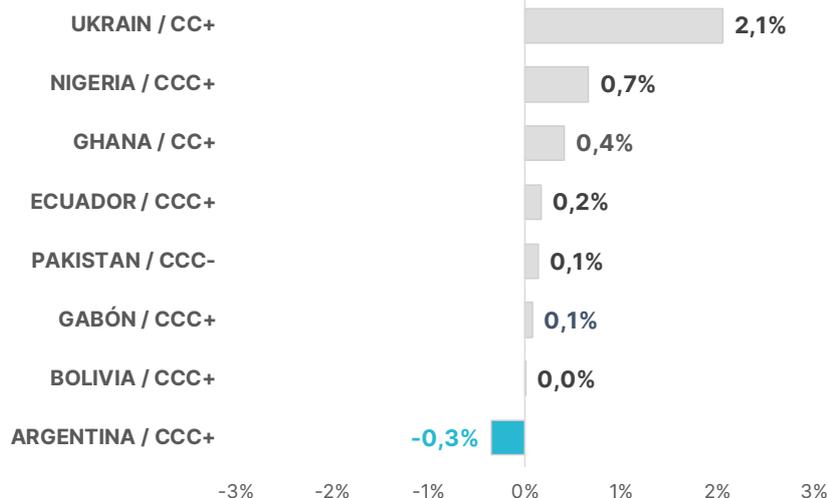
Tras tres bajas consecutivas, **los Globales avanzan entre 0,7% y 1% esta mañana**. A diferencia de lo sucedido durante los últimos meses, el rebote de hoy está **basado en la caída de la tasa libre de riesgo**. Como desarrollamos en nuestra sección internacional, el informe de empleo de EEUU sorprendió al mercado (por lo débil), y, de esta manera, le pone paños fríos al incipiente repunte inflacionario. A simple vista, **la recuperación de este viernes la encabezan los instrumentos más largos que son los de mayor sensibilidad** frente a esta clase de movimientos. Hasta el momento, los bonos argentinos acumulaban bajas de hasta 0,8% en la semana, lo cual podría revertirse en esta rueda. Recordemos que ayer la deuda soberana se desacopló de sus créditos comparables. Mientras la curva de Globales cedió entre 0,2% y 0,4%, el EMB ETF trepó 0,8%.

Evolución precio promedio ponderado de Globales



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

Performance de la deuda CCC+/CCC-/CC+ ayer



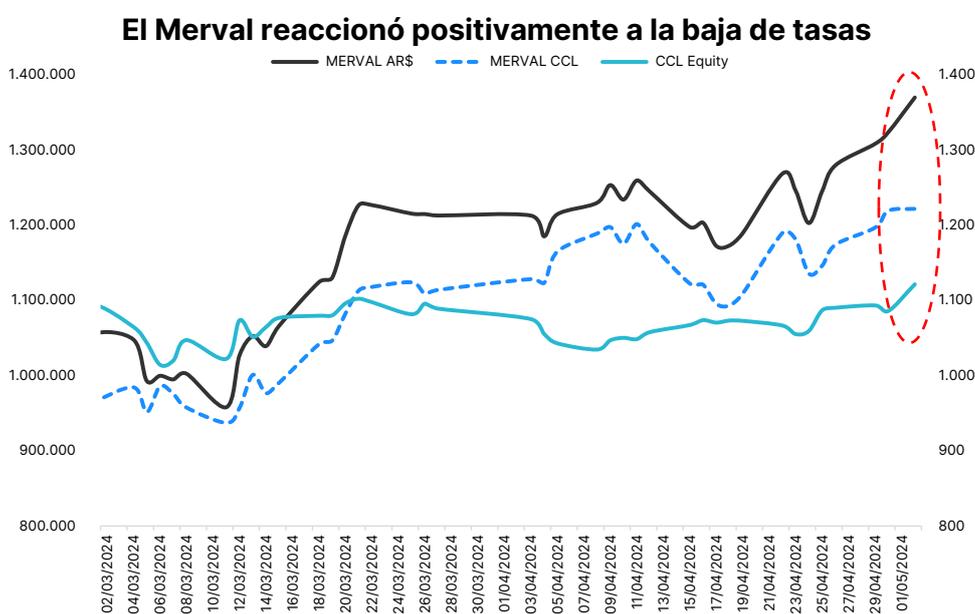
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Nuevamente el Merval reaccionó positivamente a la baja de tasas

Las acciones argentinas extendieron el máximo. El índice subió un 0,2% hasta los US\$1.222, en una jornada en la que el BCRA tomó diversas medidas que afectaron a la baja a las tasas del mercado. Si bien el índice en pesos ascendió 3,5%, el tipo de cambio implícito de los ADRs trepó 3,3%, contrarrestando parte del avance. En la bolsa local, el panel líder se tiñó de verde con fuertes subas en energéticas como TGSU2 (+7,7%) y PAMP (+7,4%). SUPV (+6,1%) cerró el podio. Del otro lado, únicamente VALO (-1,2%) cerró con pérdidas. Por su parte, los ADRs no quedaron ajenos al buen clima internacional y la mayoría cerró en positivo con subas encabezadas por MELI (+3,4%), DESP (+2,6%) y BMA (+2,6%). Los papeles que tuvieron el peor desempeño fueron GGAL (-1,5%), BBAR (-0,8%) y VIST (-0,8%).

Como desarrollamos en “¿Tasas sin piso?”, la autoridad monetaria local bajó nuevamente la tasa de referencia de la economía argentina. También volvió a subir los encajes a las cuentas

corrientes remuneradas de 10% a 15% y sumó encajes a las cauciones por 15 puntos porcentuales. En un contexto de represión monetaria en el que las tasas de interés están por debajo de la suba de precios de la economía y el *carry trade* luce cada vez menos atractivo, los inversores pueden buscar alternativas de inversión con un mayor retorno potencial. En este sentido, ayer parecieron cubrirse en activos que son *hedge* parciales del tipo de cambio. Recordemos que hemos mencionado en varias oportunidades las características de la renta variable local que permite argumentar que las acciones siguen de cerca el movimiento del tipo de cambio en el corto plazo. No solo la mayoría de ellas poseen bienes usualmente valuados en dólares, sino que algunas también tienen sus flujos denominados en moneda extranjera, como las energéticas. Lógicamente, para observar esta dinámica también es importante que los factores idiosincráticos acompañen. De lo contrario el rezago se hace evidente. **Por ello, en la rueda de ayer, creemos que una parte importante del crecimiento del índice se explicó por el efecto del tipo de cambio.**



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.