

23 de mayo de 2024

Daily Mercados

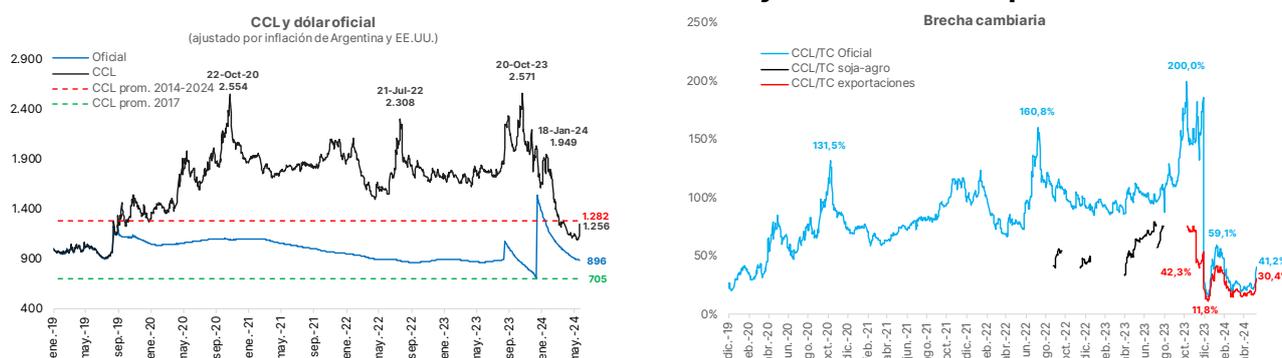
ppi

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

Dólares financieros sin freno

El Contado con Liquidación (CCL) **profundizó la suba de los últimos 7 días al dispararse 4,7% ayer** de \$1.200 a \$1.256. De esta manera, **acumula un aumento de 14% en las últimas tres ruedas**, la mayor suba para este período desde el 05/01 (+16,2%). En la misma línea, **el dólar MEP con GD30 saltó 4,9%** a \$1.232 o 14,8% en los últimos tres días. Destacamos que tanto el CCL como el MEP moderaron las subas del martes de 5,7% y 6,4%, respectivamente. Así las cosas, **la brecha cambiaria entre el CCL y el dólar oficial casi se duplicó de 24,3% el viernes a 41,2%**. En tanto, **la brecha de los exportadores trepó de 18,5% a 30,4%**. Ambas tocaron su mayor nivel desde el 13/02 (48% y 35%, respectivamente) y se acercan a los máximos de la era Milei de 59,1% y 42,3% alcanzados el 22/01.

El CCL extiende la tendencia alcista y la brecha se amplía



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

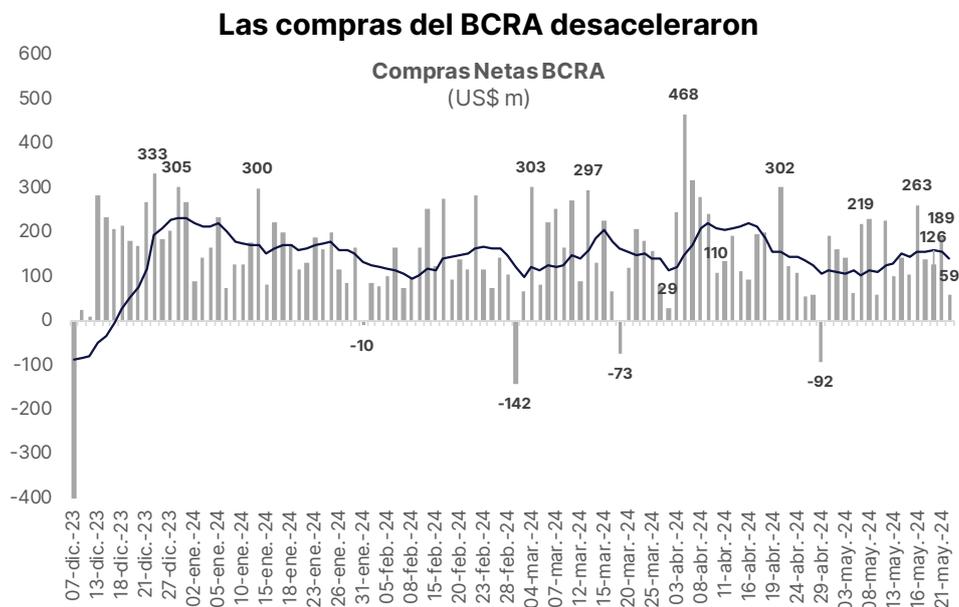
Tras esta disparada, **el CCL se ubica 2,1% por debajo de su media de 10 años de \$1.283 a precios de hoy, pero todavía se encuentra lejos de su pico de la administración Milei de \$1.949 (-35,6%)** alcanzado el 18/01. Asimismo, destacamos que **el CCL es 6,8% inferior al \$1.347 implícito en la primera licitación de Bopreal Serie 3 que se permitió la participación de empresas para el giro de dividendos y utilidades pendientes al exterior**. Este valor podría tratarse de un “techo”, ya que en la última subasta hubo muy pocas compañías que estuvieron dispuestas a convalidar un tipo de cambio implícito de \$1.275 para girar dividendos. El resultado de la licitación de hoy por el remanente de VN US\$60 millones es muy relevante, dado que quedará en evidencia si cambió la percepción del mercado tras la fuerte suba del CCL. Será clave monitorear el nivel de oferta que reciba el BCRA y el tipo de cambio implícito al que se realice la operación, el cual puede interpretarse como un valor más “real” del CCL.

La vertiginosidad del rebote hace que los inversores se pregunten qué cambió en tan poco tiempo. Sin una respuesta clara, barajamos las distintas hipótesis que tenemos sobre el fuerte repunte, las cuales se complementan más que se contraponen. Enumerándolas:

- 1) El **menor spread tasa-crawling** podría haber empezada a desincentivar la liquidación de los exportadores ante un costo de apalancamiento mucho más bajo. Dado que el esquema 80/20 sigue en pie, una menor liquidación de los exportadores reduce la oferta en el mercado financiero por el 20%, presionando el precio del CCL al alza ante una demanda sin cambios.
- 2) Los productores del agro podrían estar **especulando con la suba del precio de la soja y el maíz por las inundaciones en Brasil**, lo que retrasa la comercialización. En consecuencia, los exportadores no tendrían qué vender, disminuyéndose la liquidación y, por ende, la oferta del 20% vía el dólar financiero.
- 3) Algunos grandes jugadores institucionales habrían **desarmado estrategias de carry trade para tomar ganancias**, generando una mayor demanda por CCL e impulsando su cotización.

4) Los idas y vueltas en el Senado por la Ley de Bases y el paquete fiscal ponen en duda si los proyectos van a aprobarse y si los cambios serán relevantes. Consideramos que no es casualidad que la fuerte suba de los dólares financieros haya sido en una semana que Milei sugirió que el Pacto de Mayo podría postergarse a junio o julio. El ancla más visible del gobierno es la fiscal, pero sin paquete fiscal se cuestiona la sostenibilidad del ajuste. En definitiva, **el mercado podría haber empezado a descontar una mayor probabilidad de que el plan de gobierno no tenga el éxito esperado.**

En relación con nuestra hipótesis de un menor incentivo a liquidar, **el volumen operado en contado inmediato en dólar spot en MAE, proxy de la oferta de los exportadores, cedió en el margen de US\$278 millones a US\$264 millones ayer.** Tomando mayor perspectiva, la media móvil de cinco días desaceleró de US\$320 millones el jueves pasado a US\$271 millones. Ante una menor oferta en el MULC, **las compras del Banco Central se redujeron** de US\$263 millones el jueves a US\$59 millones ayer, el menor monto desde fines de abril (US\$57 millones adquiridos el 25/04) al excluir la venta por US\$92 millones del 29/04.



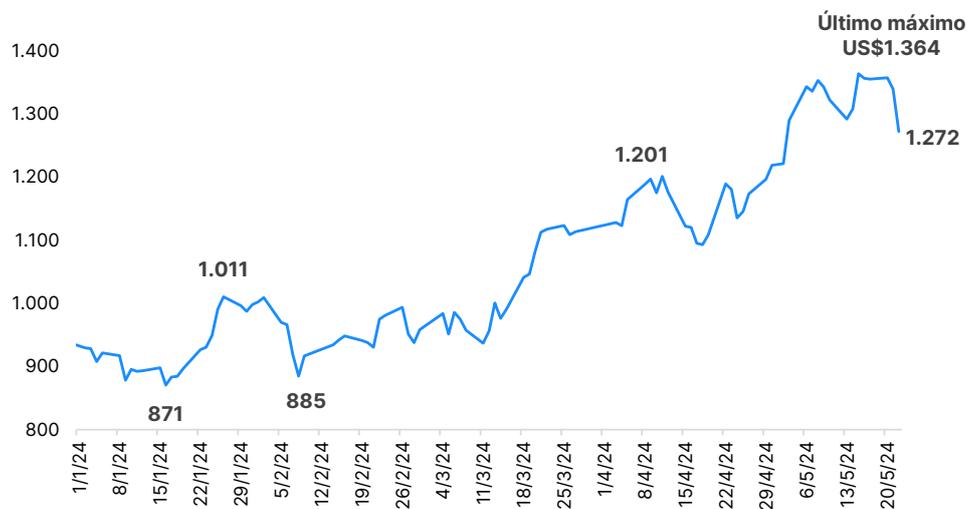
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Si se llegase a trabar el mercado de cambios, no descartamos que eventualmente desaceleren el *crawling peg* para restablecer el *spread* con la tasa, incentivando una mayor liquidación tanto por el MULC como por el mercado financiero debido al *blend* 80/20. Esto podría contener el CCL a costa de una mayor apreciación. **Para traer calma al dólar financiero, el equipo económico también podría optar por modificar la composición del *blend*,** aumentando el porcentaje de la liquidación que se canaliza vía el CCL. No obstante, esta opción **dejaría una menor oferta en el MULC, condicionando aún más el ritmo de compras del BCRA** y, por ende, el objetivo de acumulación de reservas.

A falta de avances en el Senado, se extendió el *stress* en la deuda argentina

Sin novedades en el Congreso que impulsen a los activos locales, la incertidumbre cambiaria terminó ganando la apuesta. La brecha entre el tipo de cambio oficial y el CCL saltó a 41% profundizando la incertidumbre en la plaza local lo que impactó negativamente en todos los instrumentos de deuda argentina. Así, **el precio promedio ponderado por *outstanding* de los Globales terminó la tendencia lateral y rompió el soporte de los US\$50 para culminar en los**

El Merval se desmoronó 5,0% en la última rueda



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

Entre las noticias importantes para el equity destacamos la última publicación por parte de GGAL con respecto al procedimiento administrativo iniciado por la CNV contra Banco Galicia, Galicia Securities e Inviu. **La autoridad regulatoria investiga la eventual manipulación del mercado del bono dual TDE25** con el fin de ejercer los *puts* sobre estos títulos contra el Banco Central en febrero pasado y así obtener una ganancia mayor a la que hubiera existido si la presunta manipulación no se hubiera llevado a cabo. Desde **el Banco estiman que si el procedimiento administrativo prospera podrían enfrentar una multa de alrededor de \$23.072 millones**, para los cuales constituirán una reserva. **Quedará por ver cómo interpreta el mercado estas noticias en la antesala de la presentación de resultados de GGAL.**

Asimismo, como mencionamos en el último [Daily](#), la saga de la deuda de CAMMESA con las energéticas estaría llegando a su fin. **Este miércoles, AES Argentina comunicó que acepta la propuesta de la Secretaría de Energía** y en los próximos días recibirá los Bonares y la transferencia por las transacciones de diciembre, enero y febrero. Recordemos que AES se había manifestado en contra de la propuesta y habían asegurado que una ruptura de contratos era una mala señal. De esta forma, **se suma a otras empresas como YPF, PAE, Albanesi, CAPEX, entre otras que aceptaron la oferta del Ejecutivo.**

BBAR: en un 1Q24 desafiante para los bancos, BBAR logró un resultado positivo

El banco BBVA Argentina S.A. (BYMA: BBAR; NYSE: BBAR), presentó los resultados del 1Q24. Entre las principales fuentes de ingresos de la institución encontramos que **los resultados netos por intereses alcanzaron \$787.768 millones**, lo que representa un incremento del 4,8% qoq. En tanto, las comisiones significaron ingresos por \$50.504 millones, 6,4% menos en términos reales que el 4Q23. Si bien los resultados netos por medición de instrumentos financieros a valor razonable pasaron de -\$105.662 millones a \$27.871 millones, un punto que marcó los resultados de BBAR fue una disminución notable en los ingresos por diferencia de cotización de oro y moneda extranjera (\$10.230 millones vs \$299.382 millones), que en el 4Q23 captó la extraordinaria ganancia por tenencia de títulos ajustables por tipo de cambio al momento de la devaluación. Así, **los ingresos operativos netos alcanzaron \$940.801 millones, un 10% menos qoq en términos reales.** Por el lado de los egresos, los gastos operativos totalizaron \$309.617 (-3,5% qoq) debido a menores gastos en beneficios al personal, y menores otros gastos operativos, parcialmente

compensados por gastos de administración. De esta manera, **el resultado operativo fue de \$631.184 millones, 12,9% por debajo del 4Q23**. Por su parte, frente a una pérdida de \$570.232 millones por inflación y un resultado negativo de las asociadas, el resultado antes del impuesto a las ganancias fue de \$58.068 millones. Finalmente, descontando el impuesto (\$34.151 millones), **el resultado neto fue de \$631.184 millones, frente a los \$724.664 del 4Q23**. La falta de un evento extraordinario como la ganancia por devaluación también se vio reflejada en los otros resultados integrales ORI, que pasaron de \$308.403 a -\$68.619 como consecuencia del revalúo de los bonos ajustables por CER.

Evolución del resultado neto de BBAR



Fuente: Banco BBVA Argentina S.A.

Profundizando en la principal fuente de ingresos de BBAR, **se observa que los ingresos brutos por intereses cayeron 4,3% qoq** como consecuencia de los menores ingresos por la cancelación de las LELIQs que emitía el Banco Central, menores ingresos por préstamos en documentos, tarjeta de crédito y otros préstamos. Esto estuvo parcialmente compensado por los ingresos por pases pasivos del BCRA e ingresos por títulos ajustables por CER. Recordemos que, desde el cambio de gobierno, el objetivo de política económica consiste en eliminar los pasivos remunerados contra los que estaban calzados parte importante de los depósitos de los bancos, dado que son causantes de creación de dinero endógena, la cual, desde el punto de vista del oficialismo, deriva en mayor inflación. En este sentido, desde una perspectiva macro, hemos visto una reducción considerable de estas obligaciones en términos reales en los últimos meses, como consecuencia de las menores tasas de referencia. Esta tendencia incluso se profundizó a partir de la licitación de LECAPs de la semana pasada. De esta forma, en apenas dos trimestres cambió considerablemente la exposición de los bancos al sector público, aumentando la ponderación del Tesoro. Regresando a los resultados, esto quedó plasmado en que los ingresos por títulos públicos cayeron 82,5% qoq al tiempo que la prima por pases activos creció 87,9% y los ajustes CER/UVA sumaron 35,5% (como consecuencia del rezago en la indexación CER). Por su parte, las menores tasas, en conjunto con la menor actividad, golpearon los ingresos por intereses y otras financiaciones que retrocedieron 19,1% qoq a \$411.477 millones. En tanto, los egresos por intereses, es decir, los costos de fondeo del banco fueron un 16,0% inferiores, principalmente por los menores egresos por plazo fijo (favorecidos por la desregulación de la tasa mínima y el menor volumen). De esta forma, **en el contexto de eliminación de la tasa mínima de plazo fijo y reducción de tasa de política monetaria, el margen neto de interés total fue de 56,1% frente al 50,0% observado en el trimestre anterior**.

En cuanto a las comisiones, registraron una baja del 6,4% qoq hasta aterrizar en \$50.504 millones. Los ingresos brutos por comisiones cayeron 15,1% qoq principalmente por tarjetas de crédito (-17,3% qoq), por las vinculadas con obligaciones por mantenimiento de cuentas y paquetes (-14,4% qoq) y por las vinculadas con créditos (-18,8% qoq). Evidentemente la suba en

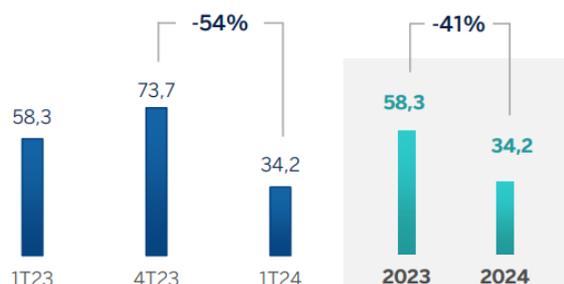
comisiones no fue suficiente para compensar la caída en actividad y consumo. Del otro lado, los egresos por comisiones también se redujeron (23,9%) como consecuencia del menor procesamiento y administración por la menor actividad, aunque también jugó un papel importante la alta estacionalidad en egreso por comisiones del 4Q23.

Para concluir, nuevamente **vemos una contracción en la hoja de balance de la entidad financiera**. El activo se redujo en un 12,7% qoq (explicado por todas sus líneas relevantes, con excepción de pases), mientras que los pasivos cayeron 16,1% qoq (siendo la baja en depósitos la más importante y las provisiones la única en crecimiento). Ello devino en una contracción del patrimonio neto del 1,6%.

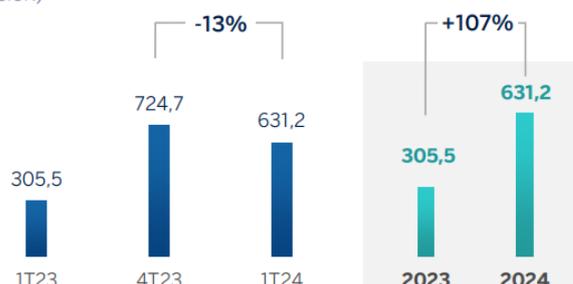
En comparación con el último trimestre del año, el balance de BBAR no fue tan bueno. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la base de comparación es muy alta, pues el 4Q23 estuvo marcado por ingresos extraordinarios producto de la devaluación. A ello se suma una inflación fuera de lo común, una menor actividad económica y una caída en el consumo, lo cual es lógico que afecten los resultados de una empresa que se dedica a la intermediación financiera. **Sin duda, lo más interesante para el sector se verá a partir de la reconfiguración de la política monetaria en la que el BCRA deje de captar recursos y obligue la redirección de activos, ya sea hacia títulos del Tesoro o créditos al sector privado.**

Comparativa de resultados de BBAR

RESULTADO NETO (AR\$ miles de millones, AJUSTADOS POR INFLACIÓN)



RESULTADO OPERATIVO (AR\$ miles de millones, AJUSTADOS POR INFLACIÓN)



Fuente: Banco BBVA Argentina S.A.

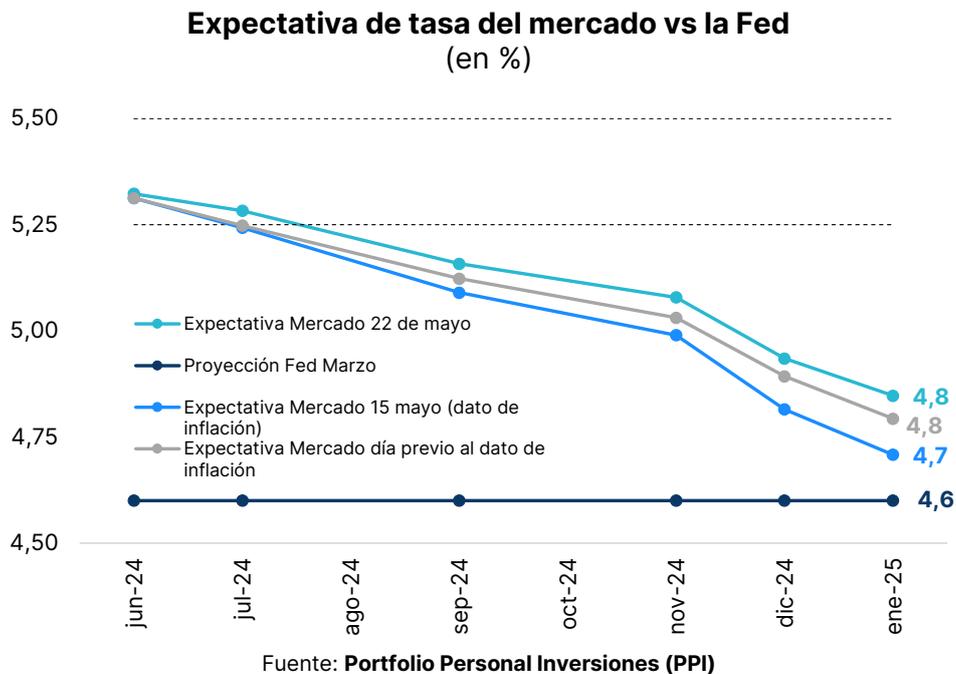
Minutas de mayo: ¿el dot plot de junio podría venir más hawkish que en marzo?

Las minutas correspondientes a la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) del 30 de abril al 1 de mayo **marcaron un tono más agresivo**, centrándose en la falta de progreso con respecto a la reducción de la inflación durante el 1Q24. Además, el *board* no estuvo completamente alineado. **No todos estuvieron de acuerdo en reducir el ritmo del *quantitative tightening* (QT)** y algunos hasta llegaron a decir que estarían dispuestos a subir la tasa de referencia si fuera necesario.

Por un lado, **"casi todos" los miembros expresaron su apoyo a la decisión de empezar a reducir las tenencias de la Reserva Federal de forma más lenta en junio**. Sin embargo, no fue una discusión que obtuvo un resultado unánime. En su [mensaje de política publicado el 1 de mayo](#), el comité confirmó que **el límite de Treasuries que deja vencer sin ser recomprados pasa a US\$25 mil millones**, desde su máximo actual de US\$60 mil millones por mes. A su vez, mantuvo el límite de cuantos MBS permitirá que expiren de su hoja de balance en US\$35 mil millones por mes, **y reinvertirá cualquier exceso de pagos de principal de MBS en Treasuries**. Cabe destacar que esta parte del anuncio está en línea con la idea de la Fed de reducir sus tenencias de MBS.

Al discutir las perspectivas de política monetaria, **la mayoría de los funcionarios señalaron que se sienten cómodos con el *higher for longer***, al menos hasta que la inflación muestre signos de volver hacia el *target* del 2% anual. En particular, **destacaron que la inflación en los servicios básicos, excluyendo servicios de vivienda (*super core*), se mantenía rígida (*sticky*)**, y algunos precios de bienes también aumentaron ligeramente por primera vez en meses. A su vez, señalaron que los alquileres disminuyeron menos de lo previsto. Más allá de esto, la mayoría espera que la inflación se modere a mediano plazo, aunque tomará más tiempo del que se esperaba.

Recordemos que lo discutido en las minutas sucedió previo al dato de inflación de abril. Sin embargo, luego de que fueron publicadas, **los principales índices bursátiles se dieron vuelta y cerraron el miércoles a la baja.** El más afectado fue el Dow Jones (-0,5%), seguido de cerca por el S&P 500 (-0,3%) y el Nasdaq Composite (-0,2%). En este contexto, la volatilidad para la renta variable, representada por el VIX, trepó 5,7% hasta 12,5 puntos. En cuanto a la renta fija estadounidense, **los rendimientos de los Treasuries subieron a lo largo de la curva.** La tasa de corto plazo (2Y) aumentó 5 pbs hasta 4,87%, mientras que el tramo largo de la curva (10Y) hizo lo propio en 1 pb hacia 4,42%. Así, el spread entre ambos tramos incrementó hasta -45 pbs y la volatilidad para la renta fija, medida por el índice Move, bajó 3,2%.



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.