

13 de junio de 2024

Daily Mercados

ppi

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

Una batalla difícil ganada por el Gobierno

La Ley de Bases fue aprobada en general y, con algunas modificaciones, también se validaron todos sus títulos en particular. A su vez, **el triunfo legislativo también deja un leve sabor amargo respecto a los títulos del paquete fiscal que incluían las modificaciones de Bienes Personales e Impuesto a las Ganancias, que representaban un ahorro estimado para el Gobierno Nacional de alrededor de 0,6% del PBI.** Más allá de la independencia que plantea el equipo económico entre este punto y la meta fiscal, no deja de ser un golpe que habrá que compensar de otra forma para sostener la disciplina fiscal. Vale recordar que el ministro Caputo había adelantado más temprano esta semana que, si la Ley Bases era aprobada en el Senado (en referencia al paquete fiscal), se reduciría la alícuota del Impuesto PAÍS de 17,5% a 7,5%.

Sin embargo, **todavía hay esperanzas para el Gobierno.** El proyecto volverá a la Cámara Baja, y, según el artículo 81 de la Constitución Nacional, Diputados puede votar el proyecto con las modificaciones propuestas por el Senado o insistir en el texto original. Dado que el rechazo de los títulos mencionados fue por mayoría simple, Diputados podría volver al texto original si alcanzase la misma mayoría. La incertidumbre genera la delgada línea entre considerar el rechazo de un título como una modificación del proyecto de ley o como un simple rechazo, la cual no gozaría de este beneficio.

Votación en el Senado de la Ley de Bases

	Títulos	A favor	En contra	Abstención	Ausentes
Votación General	Ley de Bases	37 (c/ Villarruel)	36	0	0
	Declaración de Emergencia (Facultades Delegadas)	37 (c/ Villarruel)	35	0	2
	Reforma del Estado (Privatizaciones)	37 (c/ Villarruel)	35	0	2
	Contratos y Acuerdos Transaccionales (Obra Pública)	37	33	0	2
Votación Particular	Promoción del Empleo Registrado	37	33	0	2
	Modernización Laboral	37	33	0	2
	Energía	37	33	0	2
	Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI)	38	32	0	2
	Tabaco	33	10	27	2
	Disposiciones Finales	36	32	1	3

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

Votación en el Senado del Paquete Fiscal

	Título	A favor	En contra	Abstención	Ausentes	Aclaración
Votación General	Paquete fiscal	37	35	0	0	-
	Regularización de Obligaciones Tributarias, Aduaneras y de Seguridad Social (Moratoria Impositiva)	72	0	0	0	-
	Régimen de Regularización de Activos (Blanqueo)	72	0	0	0	-
	Impuesto sobre los Bienes Personales	35	37	0	0	Rechazado por mayoría simple
Votación Particular	Impuesto a la Transferencia de Inmuebles de Personas Físicas y Sucesiones Indivisas	38	34	0	0	-
	Impuesto a las Ganancias	31	41	0	0	Rechazado por mayoría simple
	Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes	37	35	0	0	-
	Régimen de Transparencia Fiscal al Consumidor	38	34	0	0	-

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

A pesar del sabor semiamargo del paquete fiscal, **creemos que el balance general es positivo.** Como habíamos mencionado, la Ley de Bases y el paquete fiscal son los principales drivers para los activos y su aprobación era fundamental para observar una recomposición de la plaza local. En este sentido, **las acciones argentinas aumentan hasta 8% en el pre-market de Wall Street.** Entre las modificaciones más importantes para el *equity* destacamos que el RIGI fomentaría el desarrollo de algunos sectores como industria forestal, infraestructura, minería, energía, tecnología, turismo, siderurgia y petróleo y gas. Además, fomentaría la industria nacional dado

que los proveedores locales deberán alcanzar tan solo el 20% del monto de la inversión inicial y contarían con incentivos cambiarios.

Por otra parte, los Globales arrancan con fuertes subas de hasta 4% con avances más pronunciados en el tramo largo, siguiendo la lógica de mayor *duration*. En esta línea, con la reacción de hoy calculamos el *upside* potencial para cada tramo de la curva con respecto a los precios de principios de mayo, cuando el mercado no estaba tan afectado por el ruido político. El tramo más extenso es el que exhibe la mayor suba potencial con el GD38 aumentando 9,2%, el GD41 7,8%, el GD46 7,5% y el GD35 6,7%. Por el contrario, los títulos de menor *duration* son los que muestran el menor recorrido potencial al alza, con el GD29 pudiendo recomponer 3,4% y el GD30 3,5%.

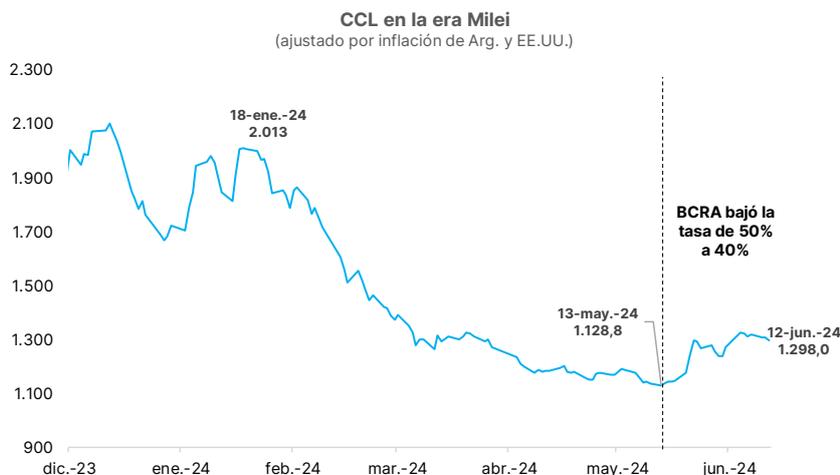
Recomposición potencial de los Globales



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

Con la deuda soberana y las acciones recuperándose marcadamente, también **cabe esperar que el peso se fortalezca en la rueda de hoy**. Las últimas tres semanas del CCL fueron de alta volatilidad, pero con clara tendencia ascendente, habiéndose iniciado la suba con la última baja de tasas del BCRA, pero claramente exaltada con los ruidos políticos en torno al tratamiento de la ley en el Senado. Consecuentemente, cabe esperar que disipada buena parte de este efecto, el CCL ceda. En simultáneo, el contundente mensaje de la secretaria de Finanzas de ayer anunciando el fin de la tasa de interés real negativa (ver "El Tesoro anotó otro buen resultado y dejó señales interesantes") también debería contribuir. Con la probable baja del CCL, la brecha cambiaría debería disminuir y alimentar, en el margen, una mayor propensión de los productores agropecuarios a vender, lo cual redundaría en una aceleración de la liquidación de los exportadores y mayores compras del Banco Central. No obstante, la perspectiva de salida del cepo más cercana, dada la aprobación de las leyes y el anuncio del fin de la represión financiera, podría atenuar este efecto.

Disipado el ruido político, el CCL debería descomprimir



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

No menos importante, los demás factores negativos que afectaron a los activos locales en los últimos días también parecen haberse disipado rápidamente. Ambos proyectos legislativos superaron la etapa más crítica, el Senado de la Nación, donde el oficialismo cuenta con apenas 7 bancas de un total de 72, y el swap con China fue renovado por doce meses según informó el BCRA, con el tramo activo siendo desactivado gradualmente a partir del año próximo hasta mediados de 2026.

Reacción esperada del mercado

Activo	Reacción Esperada	Motivos
Dólares Financieros	Positiva	Ante la mayor certidumbre generada por la aprobación de la Ley Bases y parte del paquete fiscal, que disminuye la volatilidad del FX, esperamos que el peso se fortalezca. A su vez, el mensaje del Tesoro anunciando el final de las tasas reales negativas favorece los activos en pesos.
Deuda Soberana Hard Dollar	Muy Positiva	Si bien el rechazo de Ganancias y Bienes Personales implica un golpe a las arcas nacionales que deberá ser compensada de otra manera, la primera victoria legislativa del oficialismo es la señal que el mercado estaba esperando. Además, con la posibilidad de que el Congreso insista con el texto original del paquete fiscal, hay esperanzas de una recomposición de la recaudación.
Deuda Soberana en Pesos	Incierto	La tasa de interés real pasando de negativo a positivo debería afectar los precios a la baja de los instrumentos renta fija. No obstante, al seguir vigente el cepo cambiario, la represión financiera sigue operando por lo que la búsqueda de alternativas se ve limitada.
Deuda Sub-Soberana Hard Dollar	Incierto	La eliminación inicial de ganancias fue una mala señal para las provincias dado que se trataba de un impuesto coparticipable. Su restitución implicaba una buena señal para sus arcas, que se encuentran estresadas ante la dependencia de giros discrecionales. No obstante, la aprobación del RIGI podría impactar positivamente en provincias cuyas actividades principales estén vinculadas a la industria forestal, infraestructura, minería, energía, tecnología, turismo, siderurgia y petróleo y gas.
Merval / Arg. Equity	Muy Positiva	Para las compañías del Merval resulta sustancialmente positiva la aprobación de la Ley Bases. Los beneficios incluyen la modernización laboral, pero, fundamentalmente, el Régimen de Incentivo a las Grandes Inversiones (RIGI). Los sectores que se beneficiarían del RIGI son principalmente energía, petróleo y gas, tecnología y minería, entre otros. Sin embargo, debe destacarse que la no aprobación del Impuesto a las Ganancias y Bienes Personales plantea dificultades en el plano fiscal y en la estabilización macro.

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

El Tesoro anotó otro buen resultado y dejó señales interesantes

En pleno debate por la Ley de Bases y el paquete fiscal en el Senado, **el equipo de Finanzas adjudicó en la subasta de LECAPs el monto límite de \$5,4 billones previsto**. Según detalló Pablo Quirno en su cuenta de "X", **el total de adjudicación se realizó en la nueva LECAP con TEM mínima de 4,25%** (S13S4) declarándose desierta las LECAPs con vencimiento el 12 de julio 2024 (S12L4) y el 16 de agosto 2024 (S16G4). Cabe mencionar que las ofertas que se recibieron alcanzaron un total de \$16,4 billones aplicándose a la tasa de corte un factor de prorratio de 43,27%.

La licitación se concentró en la nueva LECAP con TEM mínima

Resultado de la Licitación (12 de junio 2024)

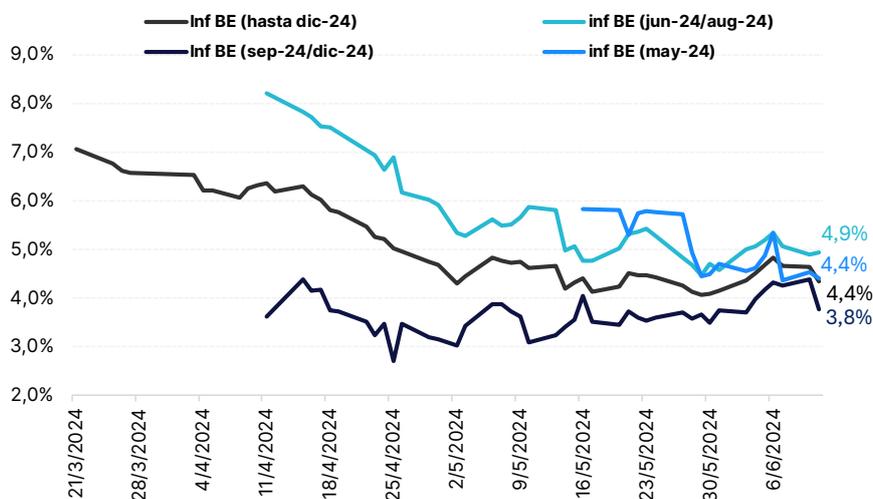
Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
LECAP (S12L4)	07/12/24	Desierta	-	-
LECAP (S16G4)	08/16/24	Desierta	-	-
LECAP (S13S4)	09/13/24	5.400.000	5.400.000	4,25% (1)
Total Licitación (P\$ Mill.)				5.400.000
Vencimientos (P\$ Mill.)				5.185.289
Resultado (+/- AR\$ Mill.)				214.711

(1) Tasa efectiva mensual

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

A su vez, el secretario de Finanzas mencionó que **el proceso de mantener tasas reales negativas llegó a su fin** al haber contribuido significativamente al saneamiento de la hoja de balance del Central y a la reducción de la inflación estos últimos meses de gestión. El propio ministro de economía, Luis "Toto" Caputo insistió con este tema en su paso por Expo EFI ayer por la tarde. Desde nuestro punto de vista, **representa una señal más hacia la normalización cambiaria** que debería ser el norte del Gobierno ya aprobada la Ley de Bases. Más allá de esta mención, el mercado mantuvo su expectativa de inflación promedio mensual para el periodo de junio/agosto en 4,9%. Por otro lado, el promedio mensual hasta diciembre retrocedió de 4,7% el jueves a 4,4% hoy en línea con el *breakeven* de inflación mayo. En otras palabras, el mercado no descuenta una reducción sustancial de la inflación de aquí a diciembre.

Evolución breakeven de inflación



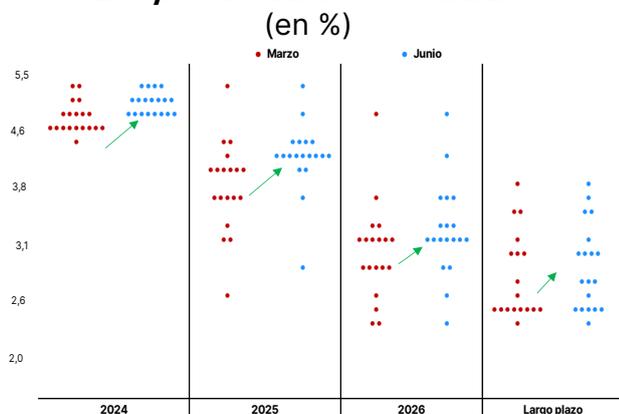
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El FOMC mantuvo el rango de tasas por séptima reunión consecutiva

Luego del positivo dato de inflación de mayo (para mayor detalle visitar nuestro [daily de ayer](#)), el **Board de la Reserva Federal votó de manera unánime mantener la tasa de política monetaria en el rango de 5,25% - 5,5%**. En su [comunicado](#) mencionaron que hubo un modesto progreso hacia el objetivo de inflación del 2%, cuando en mayo la palabra que usaron fue “falta de progreso”, tras la aceleración inflacionaria observada en los primeros 3 meses del año. En la [conferencia de prensa](#), **Jerome Powell transmitió un mensaje similar al comunicado, haciendo énfasis en que aún no se sienten cómodos con la trayectoria de inflación** y que los miembros del FOMC se mantendrán *data dependent*. Aunque ante la pregunta de un periodista, dijo que el dato de inflación que se conoció por la mañana era bienvenido y que esperaba datos similares en el futuro.

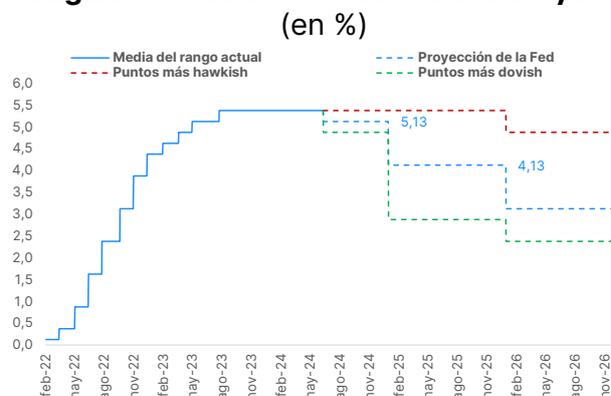
De acuerdo con las [nuevas proyecciones](#) de la Fed, **este año bajarían la tasa de referencia solo una vez, en lugar de tres veces como preveían en marzo**. Para finales de 2025, los responsables de políticas anticipan que la tasa se sitúe en 4,1% (rango de 4% - 4,25%), según la mediana de sus objetivos, lo que implica cuatro recortes adicionales de 25pbs el próximo año. En marzo, el FOMC anticipaba tres recortes de 25pbs en cada uno de los años 2024 y 2025, lo que dejaba al corredor en 3,75%-4% para finales del próximo año, 25pbs por debajo de la estimación actual. Además, **elevaron sus perspectivas de inflación core PCE, del 2,6% anual en marzo al 2,8% para 2024 y del 2,2% al 2,3% para 2025**. Las proyecciones económicas sugieren que los responsables de la política de la Fed continúan esperando un *soft landing*, donde la economía se desacelera (las predicciones del PIB se mantuvieron) y la inflación se reduce sin un aumento sustantivo en el desempleo. Más allá de esto, vale la pena destacar que los pronósticos sobre la tasa de desempleo aumentaron tanto para 2025 (de 4,1% a 4,2%) como para 2026 (de 4% a 4,1%) y para el largo plazo (de 4,1% a 4,2%).

Dot plot actual vs el de marzo



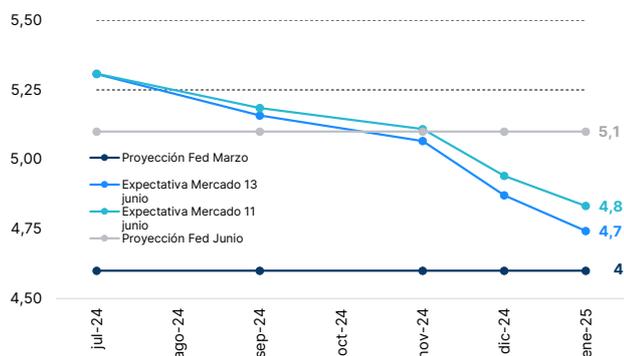
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Algunos senderos votados en el dot plot



Bajo este marco, **luego de que se diera a conocer el dato de inflación, la tasa a 10 años (10Y) llegó a recortar 15pbs, aunque posteriormente se volvería menos brusca la caída tras la reunión de política monetaria (-8pbs diarios), para cerrar la rueda en 4,32%**. Por su parte, la tasa a 2 años (2Y) achicó 7pbs a 4,76%. En la misma sintonía, el Nasdaq Composite lideró las subas con un crecimiento de 1,5%, seguido por el S&P 500, que subió 0,9%. En cambio, el Dow Jones se movió en dirección opuesta, restando 0,1%. Más allá de las nuevas proyecciones de la Fed, **el mercado parece no creerle y descuenta dos recortes de tasas para el 2024, con una probabilidad de 80%**.

Proyección de la Fed vs expectativas (en %)



Evolución diaria de la 10Y ayer (en %)



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

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@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. |