

06 de diciembre de 2024

Daily Mercados

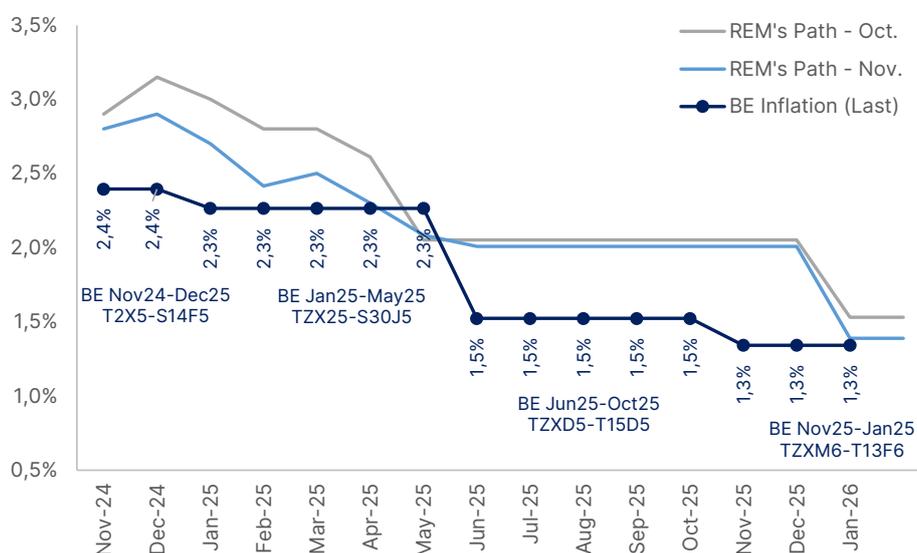
ppi

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

El BCRA redujo la tasa de política monetaria: ¿cómo impacta en las curvas de pesos?

Ayer por la noche, el Banco Central disminuyó la tasa de política monetaria en 300 puntos básicos pasando de 35% a 32% de TNA (2,7% TEM). A su vez, la tasa de interés de pases activos también pasará de 40% a 36%. Según el comunicado, **la decisión del organismo fue producto de la consolidación del descenso de las expectativas de inflación**. Desde nuestro punto de vista, este punto es correcto, pero con algunos matices. Desde la última baja de tasas el 1 de noviembre (500 puntos básicos) se vio una reducción en las expectativas de inflación. Por un lado, el último REM de octubre arrojaba un sendero de inflación promedio de 3% para lo que restaba de 2024 y de 2,3%, mientras que ahora el REM de noviembre publicado ayer indica 2,9% para el promedio 2024 y de 2,2% para 2025. En esta línea, **tanto la expectativa de inflación del mercado cuando observamos las breakevens de inflación como el REM, muestran un descenso claro en la nominalidad**.

Evolución breakevens de inflación, REM de octubre y de noviembre

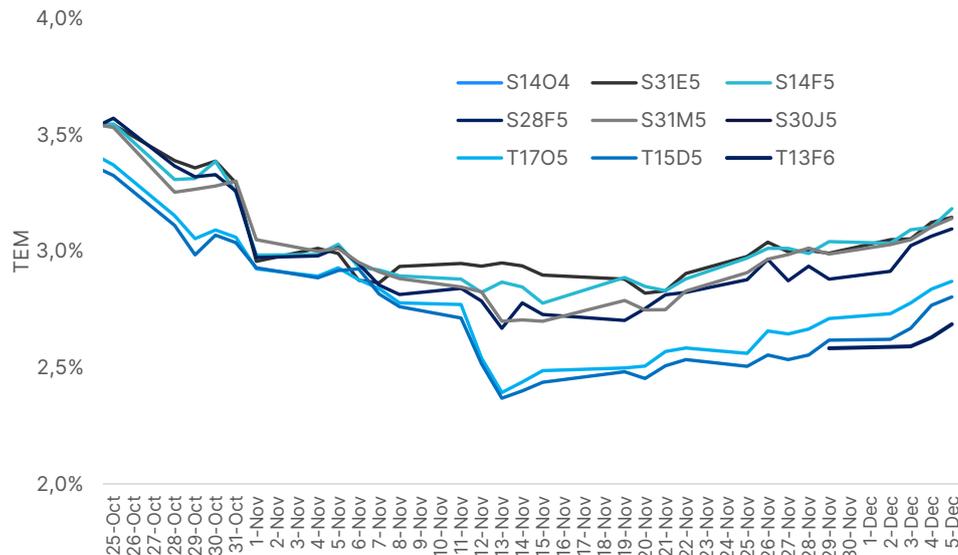


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Sin embargo, la decisión del BCRA de bajar la tasa de política monetaria sucede en un escenario donde las curvas de pesos acumulan varias jornadas ofertadas. En otras palabras, **muestran un incremento en las tasas del mercado secundario**. En este sentido, a mediados de noviembre las LECAPs y BONCAPs rendían en el rango de 2,9%-2,3% de TEM, mientras que ahora todas las TEM del tramo más corto curva se ubican en el rango de 3%/3,3%, y las del tramo largo a 2,7%.

En este contexto, **pensamos que el Central intentan apuntalar nuevamente la baja de tasas de la economía, con el objetivo de reencausar la tendencia observada en los rendimientos del mercado secundario semanas atrás**.

Evolución de TEM de LECAPS & BONCAPS

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

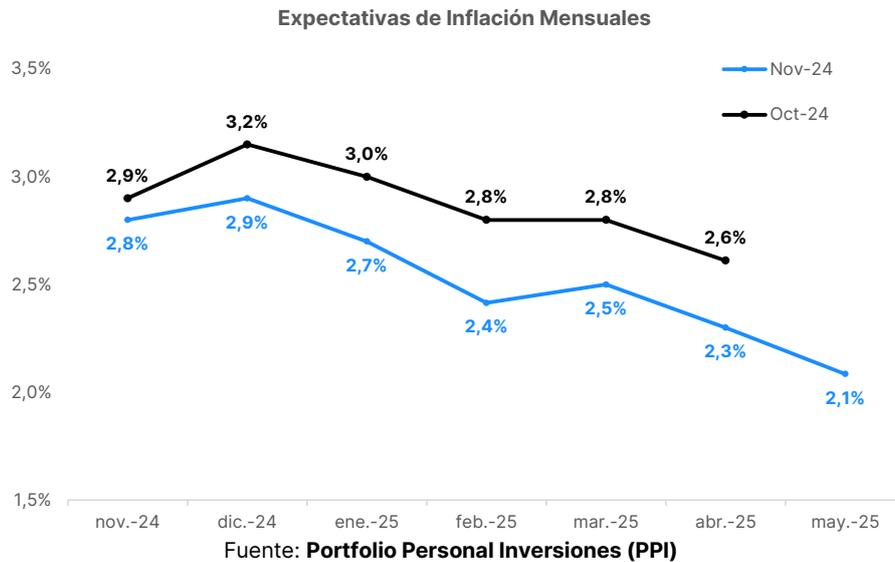
Teniendo en cuenta el descenso de las tasas, consideramos este como un mejor punto de entrada a nuestros *top picks* de las curvas de pesos que favorecemos en las [Carteras PPI de diciembre](#). En este sentido, observamos una oportunidad de compresión de tasas, por lo que elegimos extender *duration* con la BONCAP de octubre 2025 (T17O5) y a febrero del 2026 (T13F6). Si bien es muy probable que veamos un impacto en el rendimiento del PBA25, que ajusta por Badlar (otro de nuestros elegidos en nuestras carteras del mes), creemos que el efecto *duration* de los títulos a tasa fija más que compensará el ajuste de Badlar.

El REM corrigió a la baja sus expectativas de inflación y devaluación

Como era esperado, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el BCRA en noviembre **ajustó notoriamente a la baja sus expectativas inflacionarias** tanto para la general como para la núcleo. Recordamos que, en octubre, había sobreestimado la inflación general por 0,3 pp (3% esperado frente a 2,7%), pero había estado en línea con la subyacente (2,9%). Lo relevante es que es la primera vez que el REM prevé que ambas medidas viajen por debajo del 3% mensual en los próximos meses, aunque **no esperan que quiebren el 2%**. Es decir, el REM modificó el umbral en que ve cierta inercia inflacionaria al *crawling peg*, el cual se convirtió de ancla nominal para consolidar la desinflación a barrera para profundizar la desaceleración.

Otro hecho relevante es que **el REM mantiene el *view* de una leve aceleración inflacionaria en diciembre** para retomar a partir de enero la tendencia bajista. Esto no sorprende por la típica estacionalidad que tiene el ritmo de precios minoristas. Detalle adicional, ahora espera que la aceleración arranque en noviembre, aunque prevé que sea más acotada que lo estimado en la encuesta de octubre. En detalle, espera que la inflación se acelere de 2,7% en octubre a 2,8% en noviembre (2,9% anterior) y 2,9% en diciembre (3,2%) para después recortar a 2,7% en enero (3%), 2,4% en febrero (2,8%), 2,5% en marzo (2,8%), 2,3% en abril (2,6%) y 2,1% en mayo (nueva). Por ende, **para el REM recién en mayo la inflación general convergería al *crawling peg* del 2% mensual**, que se implementó luego del fuerte salto devaluatorio a mediados de diciembre 2023 (17 meses después).

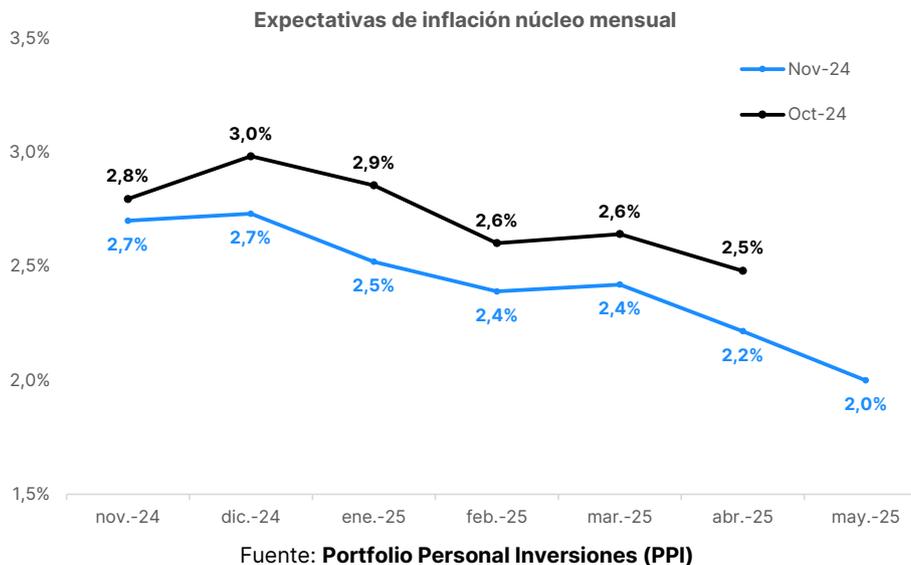
El REM espera que la inflación se acelere levemente en noviembre y diciembre



Esta visión es menos optimista que la que tiene el mercado acerca del sendero de desinflación, pese a la corrección a la baja en los precios de los títulos a tasa fija en los últimos días. Las *breakeven* de mercado, calculadas mediante títulos a tasa fija y bonos ajustados por CER, descuentan una inflación promedio mensual de 2,4% hasta diciembre y de 2,3% entre enero y mayo, mientras que el REM prevé que se ubica en 2,8% y 2,4%, respectivamente.

En cuanto a la inflación núcleo, el REM espera que se mantenga por debajo de la general, lo que tiene implícito que los precios regulados y/o estacionales impulsarían al alza a esta última. Al contrario de lo que prevé con la general, no ve que la núcleo se acelere en noviembre y diciembre, por lo que la suba de la primera estaría relacionada con factores estacionales/regulados. Así, espera que la núcleo extienda su tendencia a la baja desde 2,9% en octubre a 2,7% en noviembre (2,8% anterior), a 2,7% en diciembre (3%), 2,5% en enero (2,9%), 2,4% en febrero (2,6%), 2,4% en marzo (2,6%), 2,2% en abril (2,5%) y 2% en mayo (nueva).

El REM prevé que la inflación núcleo viaje por debajo de la general



Por último, pero no menos importante, el REM también corrigió a la baja sus **expectativas devaluatorias**. Fue la primera vez que perforaron el **2% mensual**, lo que intuimos que está relacionado con los tweets de Milei anticipando un recorte del *crawling peg* de 2% a 1% si la inflación se mantiene a una velocidad similar a la de octubre dos meses más. En este sentido, el ritmo de devaluación esperado para enero se redujo de 2,12% a 1,98%, para febrero de 2,06% a 1,93% y para marzo de 2,02% a 1,91%. En tanto, la devaluación esperada para abril subió de 1,9% mensual a 1,94% y para mayo (nuevo dato) se espera una desaceleración marcada a 1,74%. Tomando mayor perspectiva, es notorio que **las expectativas devaluatorias están ancladas**. Para tomar de referencia, en la encuesta de junio, cuando se relevó por primera vez la suba del tipo de cambio en diciembre, se respondió 7,29%. En tanto, en la encuesta de julio, se preveía que el ritmo de devaluación en enero fuera de 7,23%.

Baja marginal de las expectativas devaluatorias tras los tweets de Milei

Mes	Mes de la encuesta											
	dic.-23	ene.-24	feb.-24	mar.-24	abr.-24	may.-24	jun.-24	jul.-24	ago.-24	sep.-24	oct.-24	nov.-24
feb.-24	6,06%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.-24	14,42%	8,26%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
abr.-24	10,50%	18,81%	7,88%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
may.-24	7,87%	8,64%	8,92%	6,13%	-	-	-	-	-	-	-	-
jun.-24	9,28%	7,24%	9,99%	7,88%	3,37%	-	-	-	-	-	-	-
jul.-24	-	5,53%	7,20%	8,45%	6,38%	2,07%	-	-	-	-	-	-
ago.-24	-	-	6,91%	7,00%	7,19%	3,12%	2,50%	-	-	-	-	-
sep.-24	-	-	-	6,44%	5,59%	5,54%	4,15%	2,01%	-	-	-	-
oct.-24	-	-	-	-	4,55%	3,78%	6,09%	2,66%	2,11%	-	-	-
nov.-24	-	-	-	-	-	5,12%	4,69%	4,33%	2,05%	1,99%	-	-
dic.-24	-	-	-	-	-	-	7,29%	5,69%	2,30%	2,03%	1,99%	-
ene.-25	-	-	-	-	-	-	-	7,23%	6,28%	2,90%	2,12%	1,98%
feb.-25	-	-	-	-	-	-	-	-	4,33%	3,32%	2,06%	1,93%
mar.-25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,45%	2,02%	1,91%
abr.-25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,90%	1,94%
may.-25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,74%

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

Más allá de que la corrección de las expectativas devaluatorias es elocuente en las últimas encuestas, nos llamó la atención que **la baja haya sido marginal respecto a octubre, considerando el anuncio que hizo Milei acerca del *crawling peg***. Es decir, que no se acercara más a 1% y apenas recorte por debajo de 2%. Aquí tal vez jugó que el REM tenga implícito una aceleración de la inflación en noviembre y diciembre.

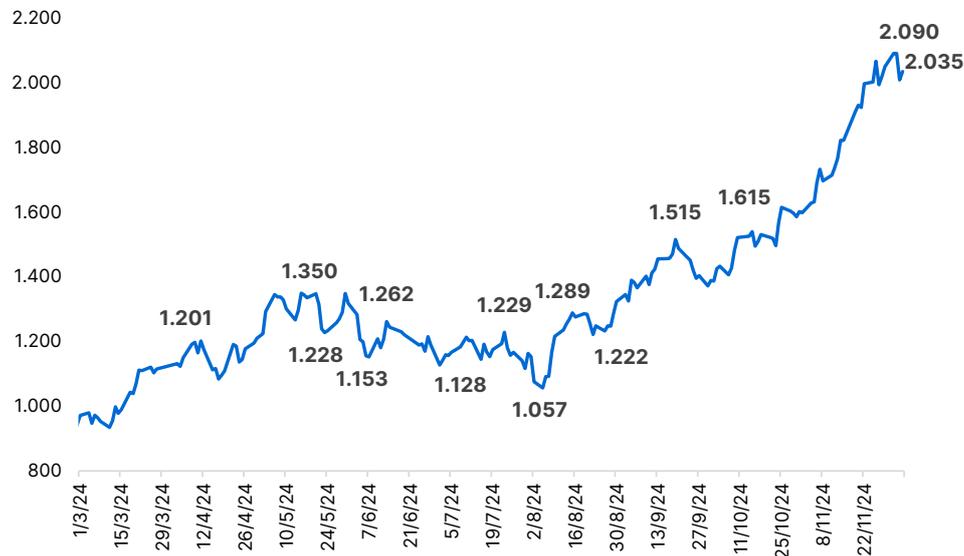
Un tropezón no es caída

Como mencionamos en el [Daily de ayer](#), no es la primera vez que el Merval amaga con corregir para luego retomar la senda alcista. Ayer fue un claro ejemplo: **tras la caída de 3,9% registrada el miércoles, el índice rebotó 1,3% ayer y cerró en US\$2.035**.

En la bolsa porteña, los papeles que componen el panel líder cerraron con variaciones mixtas. Al frente de las subas se destacó **EDN (+8,3%)**, seguido bastante más atrás por **SUPV (+2,9%)** e **IRSA (+2,7%)**. Del otro lado, **METR (-4,1%)**, **LOMA (-3,1%)** y **TRAN (-2,9%)** mostraron las pérdidas más significativas. En el exterior, los ADRs argentinos cerraron mayoritariamente en positivo. Al igual que en el mercado local, se destacó **EDN (+9,0%)**, seguido por **TEO (+5,0%)** y

SUPV (+4,9%). En tanto, **BIOX (-2,2%), GLOB (-1,0%) y MELI (-0,1%)** fueron los únicos que terminaron en terreno negativo.

El Merval recuperó parcialmente la caída del miércoles



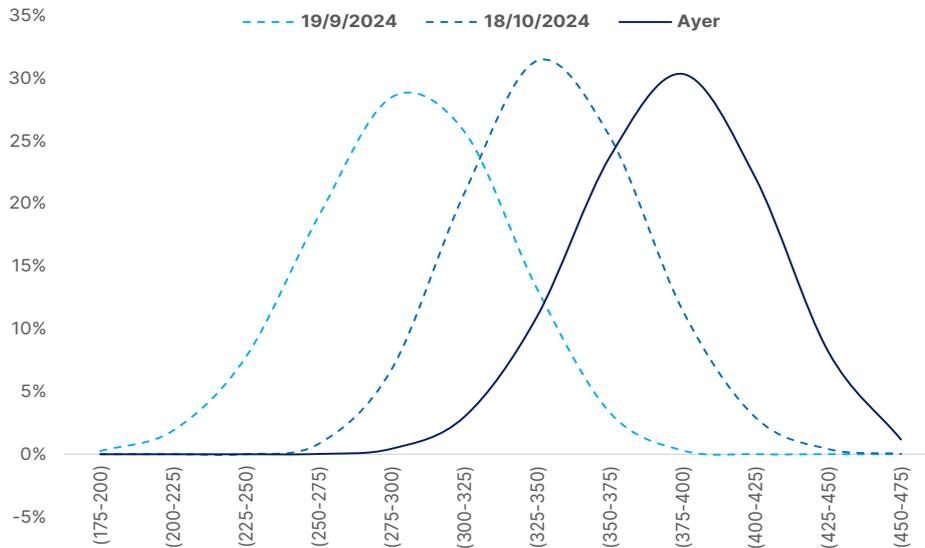
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

En el mundo corporativo, **Pampa Energía** vuelve a ser noticia con una nueva operación. En concreto, **ofrecerá un nuevo bono internacional para inversores calificados por hasta US\$600 millones.** Tendrá una estructura *bullet*, con pagos semestrales y un vencimiento que se definirá en el proceso de *bookbuilding*, estimado entre siete y diez años. Por otro lado, **anunciaron que con estos fondos rescatarán todas sus ONs internacionales con vencimiento en 2027, que engloban un *outstanding* de US\$352,7 millones.** El rescate será a valor par el próximo 24 de enero, fecha de pago de los intereses. El 9 de diciembre finaliza la oferta por el nuevo bono y conoceremos si la segunda etapa se completará o no. Dado que Pampa decidió no reabrir la serie con vencimiento en 2031, **el objetivo de la compañía podría ser extender *duration*.** En este sentido, resulta relevante el reciente antecedente de Vista, que esta semana emitió exitosamente una ON internacional con vencimiento en 2035.

El foco está en el mercado laboral

Los rendimientos de los *Treasuries* abren ligeramente al alza a la espera del *job report* de noviembre. La 2Y sube 2 pbs y la 10Y apenas 1 pb. Es probable que, si la lectura resulta acorde a lo esperado, no haya grandes variaciones en las expectativas del mercado respecto a bajas de tasas por parte de la Fed. Al inicio de la rueda de hoy, **se espera que el organismo recorte 25 pbs el próximo miércoles y otros 50 pbs a lo largo de 2025.** Algo muy distinto a lo que ocurría a mediados de septiembre, cuando se descontaban 175 pbs en total hasta fines de 2025, o 125 pbs a mediados de octubre. Esto podría volver a cambiar si hoy se presenta alguna sorpresa. La mediana de los analistas de Bloomberg estima la creación de 220 mil nuevos puestos de trabajo (nóminas no agrícolas), normalizándose desde el dato anterior, cuando solo se generaron 12 mil empleos debido a huracanes y huelgas. En cuanto a la tasa de desempleo, se proyecta que se mantenga en 4,1%.

Probabilidad implícita de recortes de tasa de la Fed
(reunión de octubre 2025)



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

Por lo pronto, **los datos preliminares del mercado laboral que tuvimos en la semana dieron señales mixtas.** En cuanto a los ISMs de empleo de noviembre, el industrial superó las expectativas (48,1 vs. 47 esperado), mientras que el de servicios quedó por debajo (51,5 vs. 53 esperado). Además, las vacantes de empleo JOLTS superaron las proyecciones (7.744 mil vs. 7.519 mil esperado), pero la creación de empleo estimada por la consultora ADP no lo hizo (146 mil vs. 150 mil esperado). Finalmente, ayer, los reclamos continuos por desempleo se ubicaron en 1.871 mil en la semana que terminó el 23 de noviembre, por debajo de los 1.904 mil proyectados, mientras que los reclamos iniciales se situaron en 224 mil en la semana del 30 de noviembre, superando los 215 mil anticipados.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psibaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@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

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Equity Analyst
dvllassich@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@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. |