

12 de diciembre de 2024

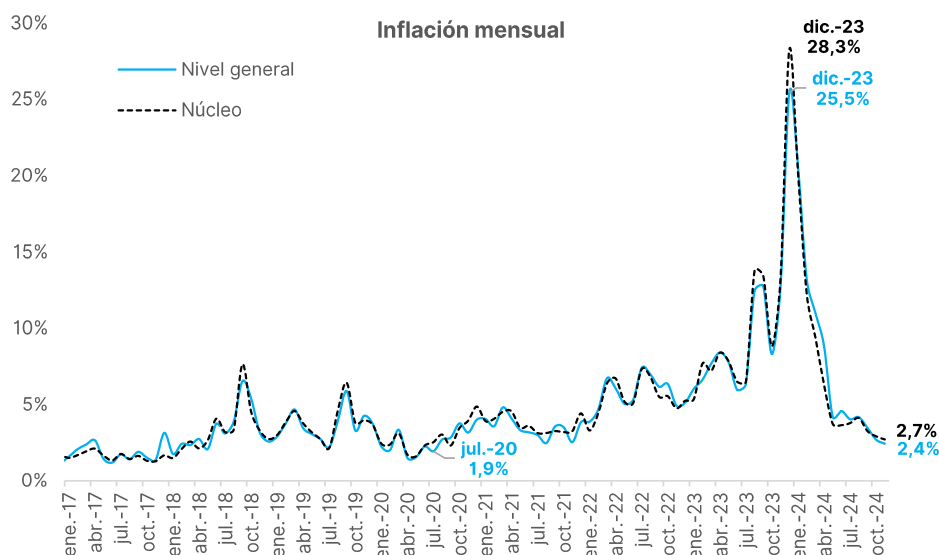
# Daily Mercados

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

**La inflación de 2,4% de noviembre pavimenta el camino para la baja del *crawl* al 1%**  
**La inflación desaceleró de 2,7% en octubre a 2,4% en noviembre.** Es la menor desde julio 2020 (1,9%) y, al excluir la pandemia, desde febrero 2020 (2,0%). Esta baja no era anticipada: el REM esperaba una inflación general del 2,8%, mientras que las consultoras privadas la ubicaban en el rango 2,8/3%. No obstante, sí estuvo en línea con la *breakeven* de mercado, que cerró el martes previo al dato de inflación en 2,4% mensual promedio para noviembre y diciembre.

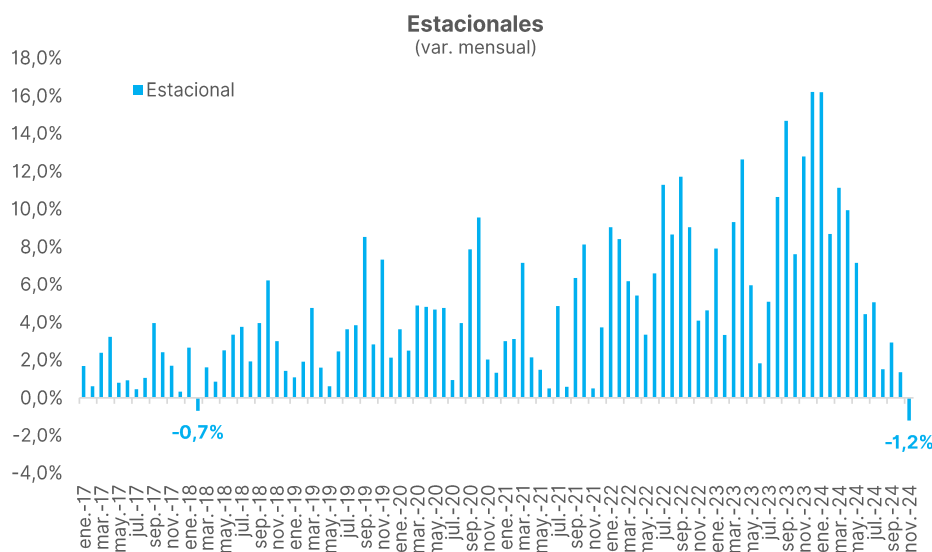
### La inflación más baja desde julio 2020



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

Por su parte, **la inflación núcleo**, que excluye precio estacionales y regulados, **disminuyó de 2,9% a 2,7%**. Esta es la menor velocidad desde el 2,3% de septiembre 2020 y, sin pandemia, desde febrero 2020 (2,4%). Cabe destacar que la *core* estuvo en línea con lo esperado por el REM. Más allá que experimentó una caída más marginal que la general, destacamos la baja como señal de extensión de la desaceleración. Decimos esto ya que la fuerte baja de la general estuvo contaminada por estacionales cediendo **de 1,4% en octubre a -1,2% en noviembre, el registro más bajo de la serie, con origen en enero 2017**. En cambio, los precios regulados inclinaron la balanza en contra de la desinflación de la general al aumentar de 2,7% a 3,5%.

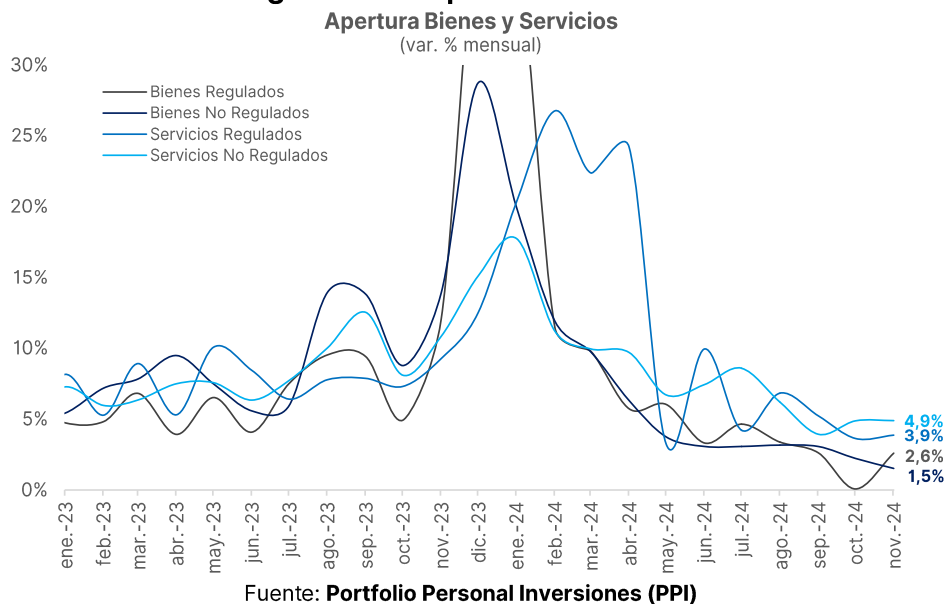
## Los precios estacionales marcaron el ritmo más bajo en la serie



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

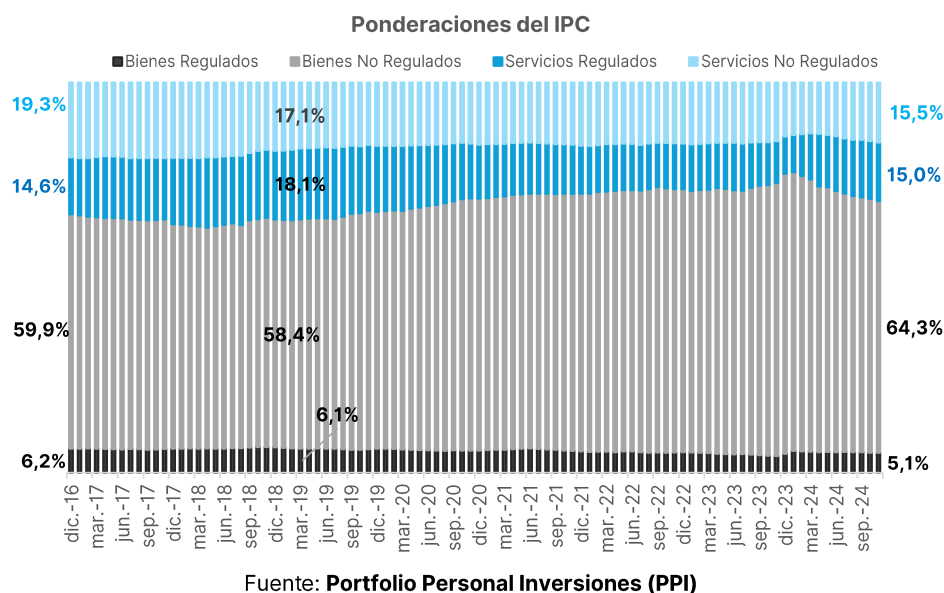
El foco sigue puesto en los bienes y, en especial, en los no regulados, que son el canal de transmisión del *crawling peg* a los precios. Yendo a los números, **los bienes** (70% del IPC) **recortaron de 2,1% a 1,6%, por lo que quebraron la barrera del 2% por primera vez desde que se impuso este ritmo de devaluación en diciembre 2023**. Así, alcanzaron su menor velocidad desde diciembre 2017 (1,2%). Lo más relevante fue que **los bienes no regulados**, que son los que equipo económico puede influir en su dinámica a través del *crawl*, **disminuyeron de 2,2% a 1,5%, el ritmo más bajo desde diciembre 2017**. Por lo tanto, casi un año después de fijar el *crawling peg* en 2%, los bienes no regulados pudieron romper este umbral gracias a la desinflación en los bienes que componen la categoría de estacionales. Dicho esto, esta fuerte desaceleración no contempla que, a partir del 26/11, no debe efectuarse el pago a cuenta del impuesto PAÍS, lo que en la práctica implicó la eliminación del tributo casi un mes antes (caducaba el 23/12). Esto debería presionar a la baja recién en diciembre y enero. En tanto, los **bienes no regulados** presionaron al alza a la categoría de bienes, ya que **treparon de 0,1% a 2,6%**.

## Los bienes no regulados rompieron la barrera de 2% mensual



Por otro lado, **los servicios (30% del IPC) viajaron al 4,4%, en sintonía con el 4,3% de octubre.** Es decir, prácticamente triplicaron el ritmo al que se movieron los bienes. Aquí jugaron particularmente en contra **los servicios no regulados que se mantuvieron estables en 4,9%**. Por ende, en un contexto de recuperación del salario real, continúan ajustándose los precios relativos. Todavía hay espacio para que los servicios no regulados sigan recomponiéndose por las subas no realizadas en diciembre 2023 y enero 2024, dado que su ponderación actual es de 15,5% y llegaron a marcar 17,1% en marzo 2019, cuando los precios relativos estaban relativamente "alineados". En tanto, los **servicios regulados tampoco colaboraron al aumentar de 3,6% a 3,9%**.

## Todavía hay espacio para que los servicios no regulados se recompongan



Recordamos que el 12 de noviembre, tras conocerse la inflación de octubre, Milei declaró que, si los precios mantenían este ritmo dos meses más, el *crawling peg* cedería de 2% a 1%. Ayer al conocerse el dato de noviembre, **Caputo tuiteó** que se está "cada vez más cerca de bajar el

**crawling peg al 1%".** La baja de la tasa de política monetaria de 35% a 32% TNA el jueves pasado también fue en este sentido.

**Reducir el *crawl* es necesario para profundizar la desinflación**, prioridad *top* de cara a las elecciones de medio término. Los bienes no regulados, que pesan 64,9% en la canasta del IPC y son el canal de transmisión de una menor expectativa devaluatoria, presionarían a la baja a la inflación general. También es clave desacelerar el ritmo de devaluación para **devolverle atractivo al *spread* entre la tasa en pesos y el ritmo de devaluación**. Tras el recorte de tasas, el *spread* entre la tasa de LECAPs/BONCAPs y el *crawl* se achicó de 1,2% TEM en el tramo corto a 0,7% ayer y en el largo de 0,8% a 0,5%. Es clave ampliarlo para que los exportadores e importadores extiendan sus estrategias de *carry trade*, lo que achica el déficit de cuenta corriente privada y, en conjunto con el superávit financiero récord, permite que el BCRA compre divisas en el mercado oficial.

### Resultado de la última licitación del Tesoro en el primer año de Milei

En la última licitación del año, el MECON adjudicó \$5,4 billones habiendo recibido ofertas por un total de \$5,95 billones. Asimismo, en la licitación de conversión de la letra de enero se asignó el equivalente a \$0,66 billones, ya que la participación alcanzó el 19,47% para convertir a títulos de mayor *duration*.

Si observamos las tasas emitidas, podemos decir que en general hubo un leve premio con respecto a la referencia de las tasas del secundario previo a conocerse las condiciones. Cabe mencionar que, respecto de la tasa fija, **los rendimientos de esta subasta quedaron entre 10 y 25 puntos básicos por encima del secundario luego del repunte en la demanda tras conocerse el dato del IPC ayer** ("ver: La inflación de 2,4% de noviembre pavimenta el camino para la baja del *crawl* al 1%").

Examinando en detalle el menú, la mayor parte de lo adjudicado esta subasta fue para el instrumento a tasa fija más corto del menú: la LECAP S16A5 (mediados de abril 2025) se llevó el 43,8%. **Cuando se difundió el comunicado planteamos que sería interesante ver el apetito de los inversores por estirar *duration***. Este testeo nos da un *proxy* de que los grandes jugadores del mercado podrían no sentirse todavía tan cómodos con esta estrategia, considerando que la demanda estacional de dinero en diciembre aumenta. De todas formas, cabe destacar que el segundo instrumentos más demandando del menú fue nuestro *top pick* de tasa fija, el BONCAP al 13 de febrero de 2026 (T13F6) con el 21,8%. Mas allá de esta prueba por estirar *duration*, **tendremos que estar atentos a la evolución de la curva de tasa fija las próximas ruedas luego del dato de inflación de noviembre**. En este sentido, observaremos si el marcado descenso de la inflación mensual y su implicancia en el *crawling peg* tiene un correlato en las curvas de pesos.

En concreto las tasas emitidas fueron:

- LECAP 16/04/25 (S16A5) a 2,93% TEM
- LECAP 31/07/25 (S31L5) a 2,81% TEM
- LECAP 30/09/25 (S20S5) a 2,79% TEM
- BONCAP 13/02/26 (T13F6) a 2,63% TEM
- BONCER 31/03/26 (TZXM6) CER +9,24% TIR
- BONCER 31/03/27 (TZXM7) DESIERTA

Resultado de la última licitación en el primer año de Milei

Resultado de la Licitación (11 de diciembre 2024)				
Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
LECAP (S16A5)	16/04/25	2.029.623	2.365.525	2,93% (2)
LECAP (S31L5)	31/07/25	775.938	928.798	2,81% (2)
LECAP (S30S5)	20/09/25	479.226	588.312	2,79% (2)
BONCAP (T13F6)	13/02/26	1.166.922	1.176.257	2,63% (2)
BONCER (TZXM6)	31/03/26	259.809	345.026	9,36% (1)
BONCER (TZXM7)	31/03/27	Desierta		
Total Licitación (P\$ Mill.)			5.403.919	
Vencimientos (P\$ Mill.)			6.205.475	
Resultado (+/- AR\$ Mill.)			-801.555	
Rollover ratio x			0,87	

(1) Spread sobre CER  
(2) Tasa efectiva mensual

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

Por otro lado, en la conversión por la S31E5 se adjudicaron \$0,387 billones de la LECAP a mayo (S30Y5) a una TEM de 2,88%, la LECAP a octubre (S31O5 nueva) se asignó \$0,164 y salió al 2,74% de TEM y por último en el BONCAP a enero (T30E6 nuevo) se atribuyó \$0,113 billones a una TEM de 2,65%. En línea con lo que mencionamos anteriormente, la conversión fue más solicitada para el instrumento más corto de la subasta de conversión. Se puede ver el comunicado oficial [aquí](#).

Resultado de la subasta de conversión

	Outstanding	VT	Outstanding canjeado	VT canjeado	% Outstanding
S31E5	2.057.497	3.331.910	400.510	648.586	19,47%

Títulos canjeados

	Out. previo	VT previo	Out. emitido	VT emitido	Nuevo Out	Nuevo VT
S30Y5	961.263	1.119.871	331.249	386.568	1.292.512	1.506.439
S31O5	0	0	164.204	164.204	164.204	164.204
T30E6	0	0	112.528	112.528	112.528	112.528

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

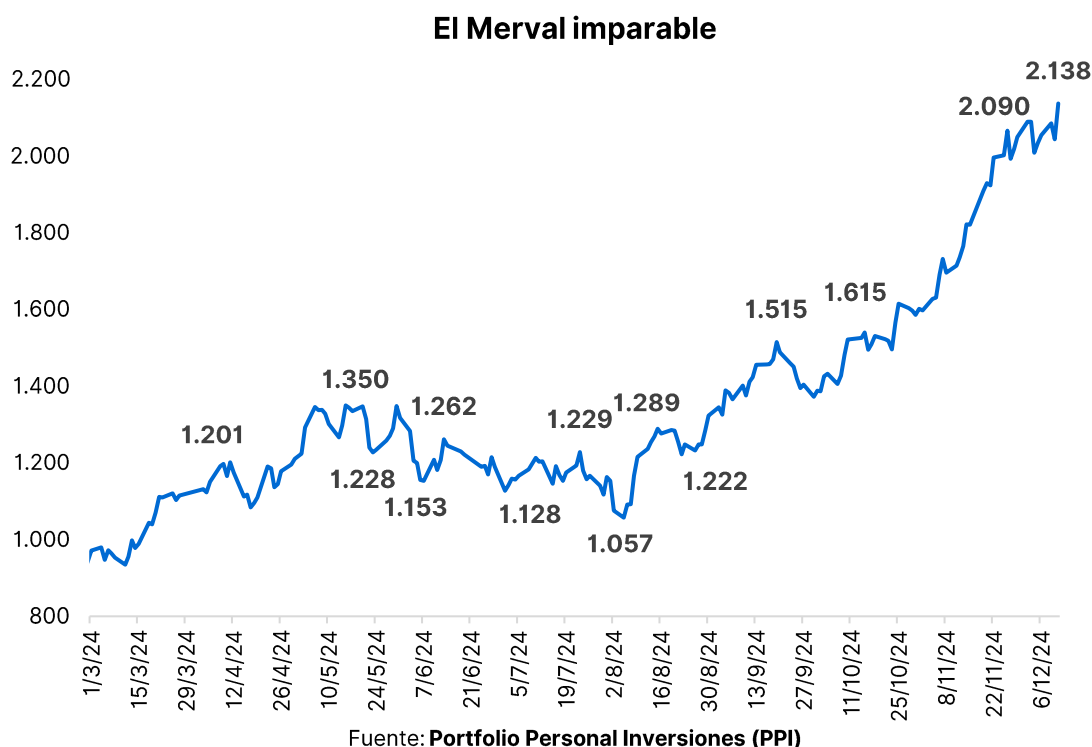
Un nuevo récord para el Merval

Luego de oscilar durante más de una semana en torno a sus máximos, **el Merval volvió a la carga para marcar el nivel más alto de la era Milei y, desde el 1 de febrero de 2018 en términos constantes. En concreto, saltó 4,6% hasta alcanzar los US\$2.138.** Cabe destacar que fue una buena jornada para el *equity* a nivel global, con el Nasdaq y el S&P500 sumando 1,8% y 0,8%, respectivamente. En el universo emergente no fue distinta la sintonía. El ETF EEM subió 0,4%, el EWW 0,2%, mientras que, el EWZ tuvo una performance sobresaliente al trepar 2,7%. El salto experimentado por el ETF brasileño podría atribuirse a dos factores. Por un lado, la decisión del Banco Central de elevar la tasa de interés al 12,3%, una medida tomada ante las crecientes



preocupaciones inflacionarias. Por otro, la incertidumbre generada por las noticias sobre la salud del presidente de Brasil, Lula Da Silva, sumó volatilidad sobre el final de la rueda.

En este contexto, los papeles que componen el panel líder del Merval volvieron a volar. El podio ganador estuvo conformado por **METR (+6,9%), LOMA (+6,1%) y SUPV (+5,6%)**. En tanto, **COME (-1,4%) y ALUA (-0,5%)** fueron las únicas que cerraron el día en rojo. En *Wall Street*, los ADRs argentinos también tuvieron un muy buen día. En este caso, encabezaron las subas **LOMA (+10,5%), BMA (+7,7%) y SUPV (+7,2%)**. Solamente **GLOB (-0,6%)** quedó ajeno a la marea verde y terminó en terreno negativo.



Entre las noticias relevantes para el *equity*, destacamos que el Grupo Financiero Galicia, a través del Banco Galicia, prácticamente completó la compra de HSBC Argentina. La semana pasada se informó que se habían cumplido con todas condiciones necesarias de conformidad con el contrato de compraventa, y se efectuó el cierre de la transacción. Además, ayer informaron que, a la par de este acuerdo, se emitió una Obligación Negociable privada con el fin de cubrir los ajustes de precios establecidos en el contrato. Lo relevante es que estas ONs privadas podrán ser capitalizadas en el marco del segundo aumento de capital aprobado por la asamblea y comunicado oportunamente. Recordemos que el primer aumento de capital por 113.821.610 acciones se realizó el pasado 5 de diciembre.

### ¿El *print* de inflación de noviembre fue positivo o negativo?

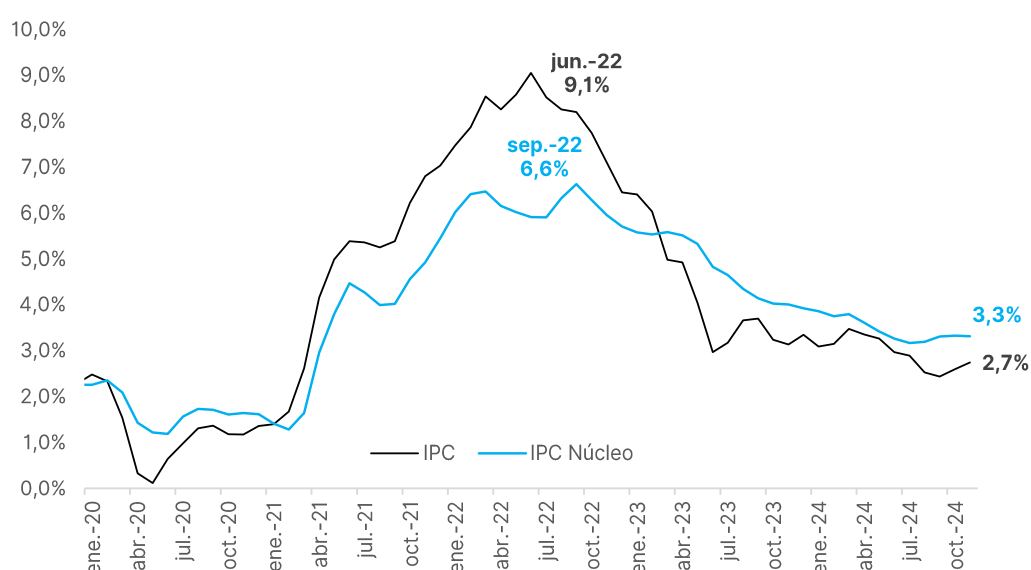
Finalmente, **la lectura general del IPC se situó en 2,7%**. Tranquilos, no hablamos de Argentina, donde la inflación mensual sorprendió al mercado al ubicarse en 2,4% en noviembre, apenas por debajo del rango de 2,8%-3% que esperábamos. **Nos referimos a la inflación anual de Estados Unidos.**

**El dato no es del todo alentador**, especialmente si consideramos el *target* de la Reserva Federal del 2%. En general, creemos que no fue una buena lectura, sobre todo al analizar la variación

mensual (volveremos sobre este punto más adelante). Sin embargo, hay motivos para no alarmarse.

**El efecto estadístico juega en contra**, ya que la lectura anual incluye los últimos doce meses y el inicio del 2024 no fue favorable. A medida que pase el tiempo, estos meses quedarán atrás y el dato anual debería mejorar si las lecturas mensuales se mantienen en torno al 0,2%-0,3% (el promedio mensual de los primeros cuatro meses fue del 0,4%). En este sentido, el promedio anualizado de los últimos siete meses se ubica en 1,8%. No obstante, el escenario es más complejo al observar la inflación subyacente. En noviembre, esta se ubicó en 3,3% anual, igualando tanto la mediana de las proyecciones de los analistas de Bloomberg como el dato de octubre.

### Variación interanual de la inflación



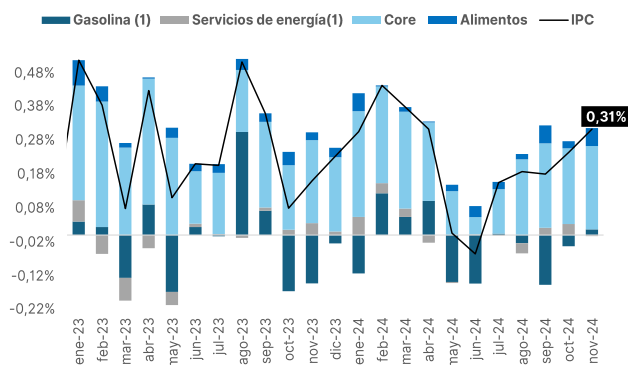
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**Las aguas están divididas en cuanto al *print* de noviembre.** Evidentemente, al mercado de renta variable le gustó y el Nasdaq Composite subió 1,8% ayer (¿se festejó el empate?). En cambio, el mercado de renta fija mostró una reacción opuesta. La 10Y trepó 4 pbs, reflejando una visión menos optimista. En este caso, nuestra mirada se alinea más con la de los *traders* de *Treasuries*. Básicamente porque, al anualizar el dato mensual de la inflación general y la *core*, ambos se ubican en 3,8%, claramente por encima del 2% deseado. Es decir, más allá del efecto estadístico que podría mejorar la inflación anual al dejar atrás los malos *prints* de comienzos de año, la velocidad actual sigue siendo preocupante, especialmente en el nuevo escenario político.

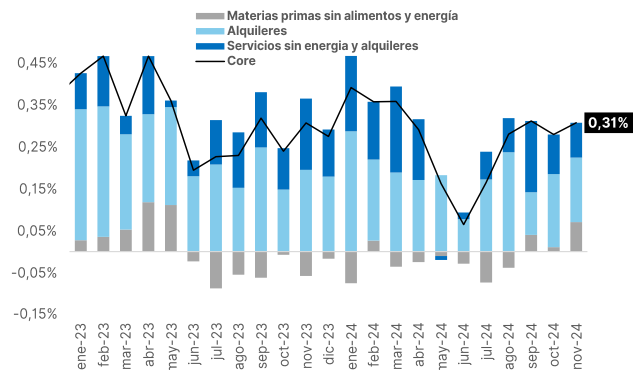
Dicho esto, vayamos al grano. La inflación general se aceleró, pasando de 0,2% mensual en octubre a 0,3% en noviembre, en línea con las expectativas. Por su parte, la *core* se mantuvo en 0,3%, también cumpliendo con las proyecciones del mercado.



## Variación mensual de la general



## Variación mensual de la core



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

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy  
[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

### **Pedro Morini**

Strategy Team Leader  
[pmorini@portfoliopersonal.com](mailto:pmorini@portfoliopersonal.com)

### **Natalia Denise Martin**

Analyst  
[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

### **Martín Cordeviola**

Analyst  
[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

### **Emiliano Anselmi**

Chief Economist  
[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

### **Melina Eidner**

Economist  
[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

### **María Solana Cucher Fajans**

Economist  
[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

### **Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Gerardo Stvass**

Analyst  
[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@portfoliopersonal.com)

### **Lautaro Casasco Herrera**

Analyst  
[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

### **Damián Lucas Vlassich**

Equity Analyst  
[dvlassich@portfoliopersonal.com](mailto:dvlassich@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Delaney**

Intern  
[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@portfoliopersonal.com)

[www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com)

✉ [consultas@portfoliopersonal.com](mailto: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.]