



# IEA

Instituto de  
Economía Aplicada



## INFORME MACROECONÓMICO Y FINANCIERO

Informe mensual | mayo 2024



UNIVERSIDAD  
DEL ESTE  
LA PLATA

## ÍNDICE

La Macrosierra y la Microsierra: la sostenibilidad fiscal y política en tiempos de Milei.....	3
Llegó la desinflación ¿para quedarse? .....	3
Especial motosierra.....	7
La macrosierra y la microsierra en perspectiva .....	10
Informe financiero .....	13
Contexto de mercado.....	13
Renta Fija Soberana en Pesos .....	13
Renta Fija Soberana en Dólares.....	15
Mercado de acciones local.....	2

# La Macrosierra y la Microsierra: la sostenibilidad fiscal y política en tiempos de Milei

---

## Llegó la desinflación ¿para quedarse?

El dato de inflación de abril se ubicó en 8,8%, con una inflación núcleo de 6,3%, marcando una fuerte desaceleración respecto al mes previo y alcanzando la núcleo el menor valor desde enero 2023. Esta desaceleración se ve convalidada tanto por las consultoras relevadas en el REM (inflación promedio de 6,3% en los próximos 6 meses) como por el mercado (inflación promedio implícita del 4,3% en los próximos 6 meses).

Para la narrativa oficial la desinflación se adjudica a una combinación de factores donde el elemento estelar lo aporta un superávit financiero en el primer trimestre por \$1,1 billones. No obstante, hay otros aspectos novedosos que a nuestro entender no deben soslayarse superávit comercial por USD 4,2 mil millones, reservas netas alrededor de cero<sup>1</sup>, cuando llegaron a rozar los 10.000 millones negativos en diciembre y, sobre todo, una recesión muy aguda y extendida sectorialmente, que se plasma en la caída de la recaudación real por 9% (abril), caída de las ventas minoristas según CAME por 7,3% (abril), caída en el patentamiento de autos por 5,9% (abril), caída en el índice de producción industrial por 21,2% (marzo) y caída en el EMAE por 3,2% (febrero). En particular, un sector altamente dinamizador como el de la construcción ha sufrido el golpe de *knock out*: producción de acero -44,5% en marzo, despacho de cemento -36% e Índice Construya -33% en abril.

Asimismo, la desinflación también tiene un anclaje en salarios reales muy deprimidos. Los ingresos, por su parte, mostraron sus primeras señales de recuperación con el RIPTE subiendo 14% en marzo (2,7% real), sin embargo, el índice de salarios volvió a caer (-0,6% real). Dada la desinflación y el rezago característico de los salarios respecto a los precios (recordar la escalera y el ascensor), sería esperable una al menos tenue recuperación salarial. Hay aquí un primer driver de recuperación del consumo desde su piso de enero-febrero que podría ser también favorecido por el resurgimiento de algunos planes de financiación dada la política de tasas que comentaremos más adelante. Sin embargo, si el consumo es el único driver para una recuperación de la actividad, podría ponerle un límite a la desinflación y erosionar el superávit comercial.

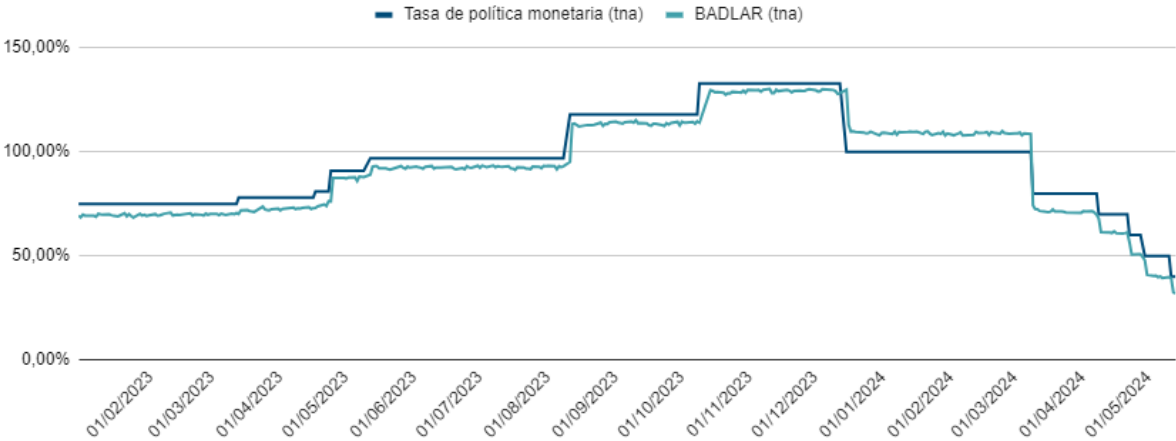
Respecto a la política monetaria, se dio un mensaje contundente de aceleración a la estrategia de desarme de los pasivos remunerados del BCRA. La tasa de política monetaria se redujo tres veces en el último mes, acumulando una caída desde 70% TNA hasta 40% actualmente. Además, la suba de los encajes al 15% para cuenta remuneradas, le que pone un techo a la tasa efectiva mensual de los *money market* del 2,8% mensual. Los dólares alternativos reaccionaron (hasta ahora) de manera muy moderada, oscilando entre los \$1.040 y los \$1.100. El movimiento sorpresivo con una mega-licitación por parte de finanzas indica un avance muy fuerte hacia la erradicación total de los pases y producto de

---

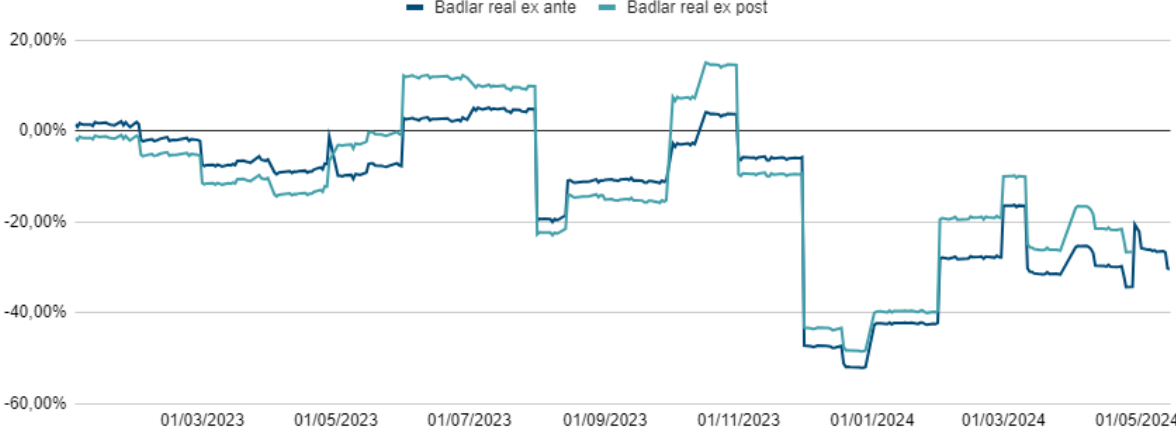
<sup>1</sup> Al 7 de mayo eran negativas por USD 768 millones, pero es casi un hecho el próximo desembolso del FMI por USD 800 millones, aunque debe descontarse también USD 2,2 mil millones de pagos en BOPREAL a un año vista.

esto, varios bancos han anunciado nuevas líneas de crédito hipotecario en UVA como una estrategia para revivir el crédito privado y evitar una sobre exposición al sector público.

### Tasa de interés de la política monetaria y BADLAR



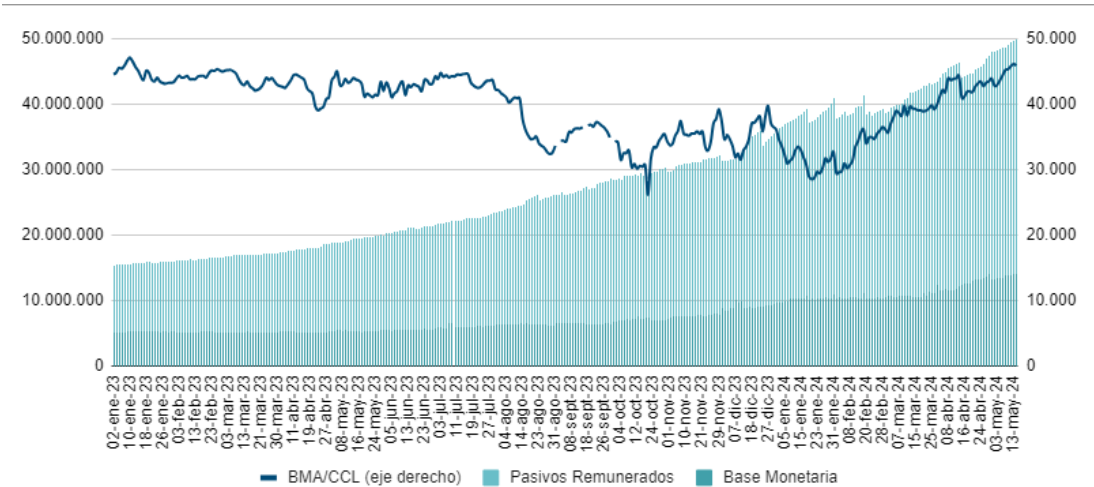
### BADLAR real ex ante y ex post



En ese sentido, fue muy importante la última licitación del Tesoro y los anuncios que vinieron con la misma. Se presentó un calendario de licitaciones cada 15 días, el BCRA eliminó las restricciones de fraccionamiento de encajes que obligaban a los bancos a mantener pases o en su defecto bonos con *put*, y se otorgó mayor discrecionalidad al BCRA para intervenir en el mercado secundario de bonos y letras. En la licitación se ofrecieron LECAP cortas con tasas mínimas del 4% mensual (premio del 1% respecto a los pases). Las ofertas alcanzaron los \$18 billones, de los cuales el Tesoro adjudicó \$10 billones en Lecap (el máximo ofertado), \$1,2 billones en bonos CER y \$0,5 billones de dólar *Linked* (confirmando que la insistencia con el *crawling peg* al 2% está resultando muy creíble para el mercado).

Implica un desarme de los pasivos de alrededor del 33%, Con los pesos obtenidos, el Tesoro anunció que se recompra deuda del BCRA por \$1 billón, mientras que el resto del excedente (\$7,6 billones) se deposita en la cuenta del Tesoro de BCRA como colchón de liquidez<sup>2</sup>. Esta novedad podría responder a una estrategia de transmitir capacidad de pago, considerando que desde ahora los vencimientos quinquenales de la deuda del Tesoro serán muy abultados. Como resultado, la Base Monetaria Ampliada se verá drásticamente reducida, junto con uno de sus principales fuentes de crecimiento: los intereses de los pasivos remunerados.

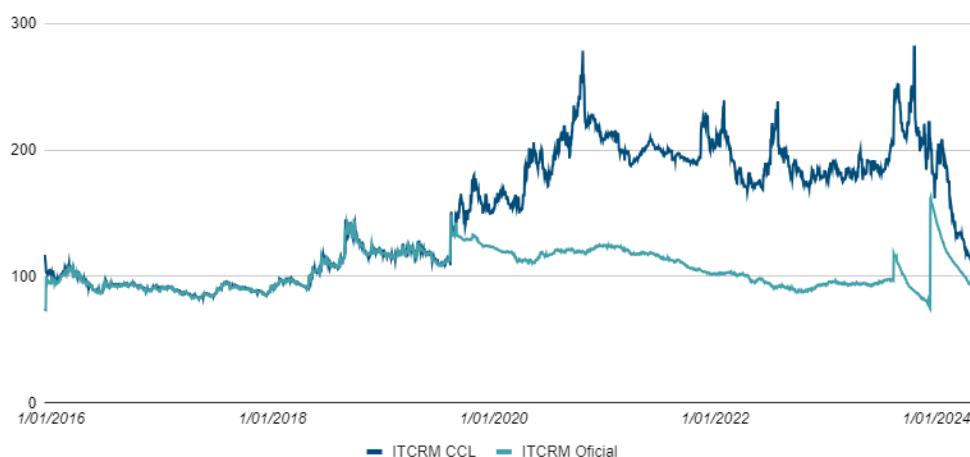
**Base Monetaria Ampliada en pesos y en dólares (contado con liquidación)**



En cuanto a la cuestión cambiaria, el índice de tipo de cambio real se ubicaba a fin de abril en 92 puntos, similar a comienzos de octubre del 2023. Desde el gobierno señalan que no debe interpretarse como apreciación cambiaria, dado el cambio de modelo económico. Si lo comparamos con el dólar promedio durante la presidencia de Néstor Kirchner (con superávit gemelos) el oficial tiene una brecha del 73%, el contado con liquidación tiene una brecha del 36% y el dólar tarjeta (oficial + 60%) tiene una brecha del 8%. Hasta ahora la única señal de salida del cepo ha sido la intención de darle salida a los dividendos y utilidades retenidas durante los últimos cinco años. Esto tuvo gran aceptación, adjudicándose la totalidad de Bopreales serie 3, convalidando un tipo de cambio implícito de \$1.350. El ministro de economía señala que no debe interpretarse como un valor de “salida del cepo” dado que cuando las empresas multinacionales pretenden girar dividendos lo hacen “al precio que sea, distorsionando el mercado” según declaró el ministro en entrevistas televisivas.

<sup>2</sup> Nótese que, si bien se reduce la emisión por el interés de los pasivos, el Tesoro devengará en un mes el equivalente a \$405 mil millones, mientras que coloca los pesos obtenidos a tasa 0%. Esto implica un crecimiento del déficit financiero, aunque está en discusión si figurará en el IMIG dado el mecanismo de capitalización de las Lecap.

### Índice de tipo de cambio real 2016 - 2024



Los resultados del Mercado Libre de Cambios constituyen el principal argumento del gobierno para defender el valor actual del dólar oficial. Desde marzo las compras se mantienen por encima de los USD 150 millones diarios. Durante marzo alcanzaron los USD 152 millones diarios, en abril USD 167 millones diarios y en mayo hasta ahora USD 151 millones diarios. Y según la mayoría de los analistas aún no estamos en niveles de volumen que permitan inferir que se esté liquidando la cosecha gruesa. El promedio de las últimas diez ruedas del MAE es un volumen de USD 330 millones diarios, niveles similares a los observados desde mediados de febrero, debe tenerse en cuenta que por la vigencia del dólar *blend*, el volumen total (incluyendo lo liquidado en el CCL) ascendería a USD 410 millones diarios.

Esto no se traduce en una acumulación de Reservas Internacionales fundamentalmente debido a los pagos a los Organismos Internacionales desde abril (especialmente FMI) que acumulan USD 3 mil millones. Sin embargo, ya fue aprobada la octava revisión por el Staff Técnico de Fondo, con lo cual luego de la reunión del Directorio se devolverán USD 800 millones. El gobierno aún no ha comenzado las discusiones respecto a un nuevo acuerdo, pero se descuenta que eso ocurrirá a la brevedad, para evitar los vencimientos del Acuerdo de Facilidades Extendidas que empiezan a amortizar en 2025.

Por último, estas semanas se encuentra en tratamiento en el Congreso la nueva Ley Bases. Uno de los capítulos más polémicos se trata del Régimen de Incentivos a las Grandes Inversiones. Si bien en la opinión pública parece haber consenso sobre la necesidad de un régimen particular para impulsar la inversión extranjera directa (referentes económicos y políticos se han expresado en este sentido), hay debate en torno al nivel de las concesiones y la ausencia total de elementos orientados a que dichas inversiones derramen en la economía local. En particular se cuestiona la magnitud de los beneficios impositivos (reducción de ganancias del 35% al 25%, amortización acelerada, retenciones cero), la ausencia de cualquier requisito o siquiera incentivo al “compre nacional” junto con la posibilidad de importación de maquinaria usada y con arancel cero (lo cual implica ventajas competitivas contra inversiones argentinas), y la libre disponibilidad de las divisas desde el tercer año. Este régimen, previsiblemente, abrirá nuevos frentes de conflicto social, que se suman a los desarrollados por el lado fiscal (ver siguiente apartado).

En definitiva, los resultados macroeconómicos hasta aquí han sido exitosos en el tándem fiscal-cambiarario-monetario, con consecuencias graves en lo productivo y social. Hacia el futuro percibimos riesgos (por ahora moderados) en cuanto a la sostenibilidad de la política cambiaria, la creciente deuda del Tesoro y la sustentabilidad política del gobierno, sin reactivación a la vista y con cada vez más conflicto social, pese a la probable aprobación de la Ley Bases.

## Especial motosierra

El jueves 16-5, el ministro de Economía, Luis Caputo anunció el resultado fiscal para el mes de abril. Así, nuevamente y por cuarto mes consecutivo, el Gobierno Nacional tuvo un superávit financiero, en este caso de \$17.409 millones. Esto significa, un resultado acumulado en los primeros cuatro meses del año de 0,2% del PBI.

Si bien los ingresos tributarios durante abril cayeron en un 9% real interanual, los gastos primarios lo hicieron en un 24%, explicando así el resultado obtenido. Particularmente las erogaciones de capital tuvieron una merma del 78% en términos reales, lo cual teniendo en cuenta que para el mismo mes del 2023 representaba tan solo un 8% del gasto primario, parece excesivo, siendo ahora un 2% del total del gasto.

Desde el lado de los tributos, resulta preocupante la caída de los aportes y contribuciones a la seguridad social, el cual es el de mayor peso explicativo de los ingresos por la vía impositiva y que muestra una baja del 18% real interanual evidenciando el fuerte impacto de la recesión en el empleo formal.

Pese a las alertas planteadas desde numerosos sectores, el Gobierno Nacional pareciera haber logrado cierta solidez o consistencia a la hora cumplir con sus objetivos en materia fiscal. La drástica reducción del gasto público incluso en un contexto recesivo y con caída de los ingresos conservando buena parte, por no decir todo, de su capital político amerita un análisis más exhaustivo de la autodenominada “motosierra”. El llamado efecto licuadora se agrega en el análisis al efectuar todas las comparaciones en términos reales.

En este aspecto, nos remitimos a la información obtenida vía la ejecución presupuestaria en base devengado. Esto permite salir de la lógica de los gastos que se encuentran pisados para observar aquellos que son exigibles de pago independientemente de que el mismo haya sido realizado (caso Cammesa como estandarte). Realizar el análisis bajo este prisma otorga real dimensión de los sectores donde el Gobierno Nacional está reduciendo su presencia o directamente retirándose para trasladar dichas responsabilidades en las provincias o dejarlas vacantes, sabiendo que el modelo de estatalidad planteado por la administración Milei es diametralmente opuesto a lo exhibido en los últimos años.

Creemos que hay dos tipos de cuestiones a dilucidar aquí, por un lado, veremos que el grueso del ajuste hasta el momento recae sobre todo sobre algunas partidas de gran tamaño que han sido muy golpeadas. Pero es llamativo también encontrar que algunos conflictos políticos con amplia repercusión social realmente no resultan significativos a la hora de explicar el resultado fiscal. Por el momento en esta primera etapa, el gobierno enfrenta todas las batallas que se han librado con el mismo manual, y hacia adelante cabe preguntarse cómo continuará ese cálculo de costos relativos (abrir nuevos frentes de conflicto sociales y políticos *vis a vis* los costos de desvío posible de la meta fiscal). Al fin y al cabo,

como todo economista Milei entiende mucho de cómo comparar costos.

En la tabla I del anexo, se encuentra el gasto nacional acumulado desde enero a abril del 2024 por finalidad y función. Para todo el periodo se puede observar una caída real interanual de los gastos del gobierno del 29%, en donde los servicios sociales representan el 67% del ajuste realizado. Dentro de los servicios sociales podemos encontrar las erogaciones vinculadas a la seguridad social, en las cuales se encuentran las jubilaciones y pensiones. El recorte en esta función representa el 39% de la caída real del gasto, lisa y llanamente los jubilados y pensionados aportaron 4 de cada 10 pesos del ajuste. Por otro lado, en educación y cultura existen mermas del 46% real interanual, representando esta caída el 11% de lo producido por la macrosierra.

Otro aspecto interesante para señalar es que, si bien la baja en el gasto vinculada a la administración gubernamental representa solo el 5% del programa de recorte, en términos interanuales lleva un desplome del 32% vinculado esencialmente en la caída real de los salarios de los empleados públicos sumados a los cuantiosos despidos en los últimos meses. Aquí es factible preguntarse, así como en otros apartados que se analizarán más adelante, si el aporte de dichos recortes al programa fiscal es más costoso en términos sociales que otros ajustes realizados. Consideramos que este tipo de análisis son centrales para determinar la viabilidad política para los próximos meses del programa fiscal, producto de la ya señalada tensión social creciente por los resultados visibles de la recesión.

Por último, los servicios económicos tienen una participación del 23% en la composición de la motosierra, destacándose casi de forma excluyente los vinculados a energía y transporte por la quita a los subsidios.

En síntesis, lo que podemos denominar como macrosierra evidencia una desvinculación del Estado en funciones críticas, o por lo menos sensibles, en lo que hace al desarrollo y contención de millones de personas que, por los efectos de la recesión económica, no hará más que poner en peligro la sostenibilidad de este esquema en el mediano plazo.

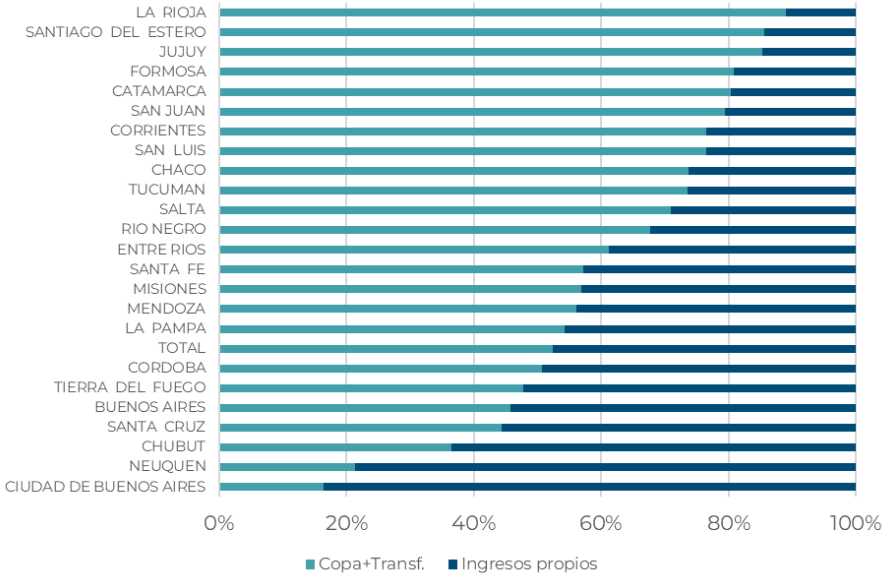
En este aspecto, resulta importante señalar el grado de intercambio entre déficit del gobierno nacional y superávit de provincias por la relación contraria. Lógico sería esperar que en muchas funciones en las que la administración nacional decide retirarse, sean las provincias quienes absorban parte de esas responsabilidades por voluntad propia u obligados por el mismo desarrollo de la coyuntura.

Esto trae una preocupación adicional. En el anexo II, se muestran las transferencias no automáticas a las provincias, mal llamadas discrecionales. Las mismas muestran una caída real del 77% acumulada de enero a abril 2024 contra el mismo periodo en 2023. La Provincia de Buenos Aires es la que explica en un 37% la totalidad del recorte. Esto sucede así porque dicha jurisdicción es quien mayores transferencias en magnitud recibió durante el 2023, producto de su elevada participación relativa en materia poblacional en el total del país. Ahora bien, la caída interanual observada en Buenos Aires (-73%) no es la mayor observada. Por delante de ella se encuentran La Rioja (-98%), La Pampa (-95%), Formosa (-94%), y Chaco (-94%), entre otras. La Ciudad de Buenos Aires es quien menos perdió en términos reales interanuales (-30%), posiblemente explicado por una mayor afinidad política con el gobierno nacional. Sin embargo, no deja de ser una merma sustantiva. Lo paradigmático es que es la jurisdicción que menor dependencia tiene de estas transferencias.

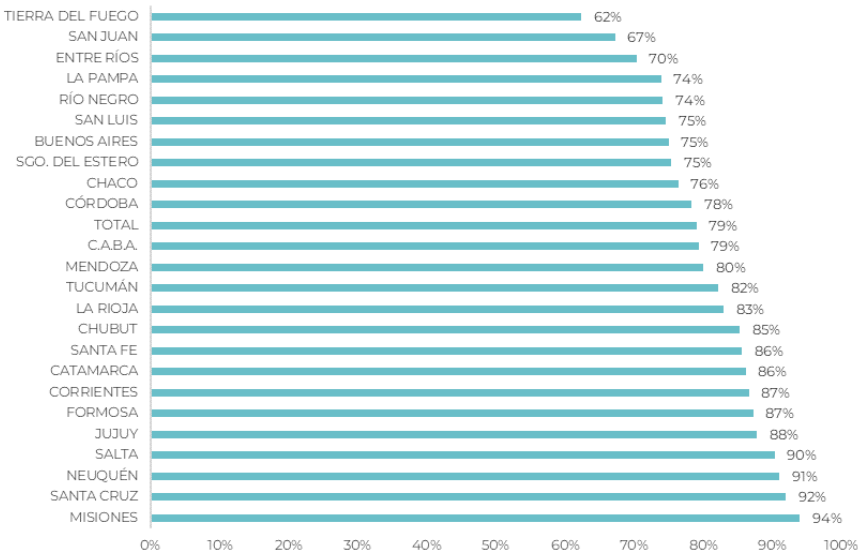


Si tenemos en cuenta que el grueso de las provincias depende en buena parte de la coparticipación sumado a las precedentes transferencias, será inviable para las jurisdicciones subnacionales no solo absorber funciones nacionales de forma exitosa sino también brindar de forma eficiente los bienes y servicios públicos que ya tienen a su cargo, como educación, salud y seguridad. Esto no solo se justifica en que la coparticipación también se encuentra cayendo (-19,2% real para el primer cuatrimestre) sino que la propia recaudación de cada provincia tendrá efectos similares debido a asentarse principalmente en lo obtenido por los Ingresos Brutos, un tributo ligado totalmente a la actividad.

**Recursos corrientes provinciales 2022, el peso de los recursos de nación**



**Participación de Ingresos Brutos respecto de los tributos de origen provincial, por jurisdicción. Año 2022**



## La macrosierra y la macrosierra en perspectiva

En la siguiente tabla se muestran los 10 programas con mayor incidencia en el recorte del gasto. Entre todos explican el 66% del ajuste realizado durante estos meses. Se destacan varios de público conocimiento como las prestaciones previsionales, que explican el 32% del ajuste total, como así también los subsidios a la energía y el transporte, temas muy debatidos en las últimas semanas. Asimismo, los fondos para la educación superior han sufrido una fuerte caída (-30% real i.a) que desembocó en la movilización más masiva al momento en contra del Gobierno Nacional. Por otro lado, el programa Potenciar Trabajo tiene una merma del 62% real interanual y el FONID un recorte del 84% volviéndolo casi inexistente.

**Tabla I - La macrosierra: top 10 de programas con mayor incidencia en el programa fiscal**

Programas	ene-abr 24 Devengado	Var. % real i.a.	Var. real i.a. en \$	Participación en el recorte
Prestaciones Previsionales	5.653.353	-33%	-2.759.706	32%
Asistencia Financiera a Empresas Publicas y Otros Entes de la Secretaria de Energia	417.957	-61%	-655.181	8%
Potenciar Trabajo	341.930	-62%	-557.324	6%
Asistencia Financiera a Empresas Publicas y Otros Entes del Ministerio de Transporte	-	-100%	-397.074	5%
Desarrollo de la Educacion Superior	720.592	-30%	-309.018	4%
Transferencias y Contribuciones a la Seguridad Social y Organismos Descentralizados	203.511	-56%	-258.370	3%
Fondo Nacional de Incentivo Docente	46.611	-84%	-242.521	3%
Formulacion y Ejecucion de la Política de Energia Electrica	1.042.885	-18%	-221.221	3%
Produccion Integral y Acceso al Habitat	35.301	-83%	-175.453	2%
Actividades Centrales	675.590	-20%	-169.279	2%
<b>TOTAL</b>	<b>9.137.732</b>	<b>-39%</b>	<b>-5.745.148</b>	<b>66%</b>

Para finalizar observamos a continuación 5 programas seleccionados de bajo impacto fiscal pero que abordan aspectos sensibles y que el Gobierno Nacional decidió recortar fuerte o directamente no darle ejecución alguna. Las temáticas van desde salud hasta cultura pasando por obras para educación e infraestructura. En muchos de estos casos, creemos que los costos en materia política y social han sido mayores al beneficio fiscal obtenido por recortarlos, lo cual, junto a el ajuste en términos generales a las provincias, universidades, y jubilados plantea interrogantes a futuro sobre la sostenibilidad del programa fiscal en términos políticos. En algunos casos ya comienzan a avizorarse replanteos en el seno del gobierno, como, por ejemplo, el conflicto universitario donde a priori la UBA ha obtenido una mejora en su presupuesto. El tiempo dirá si llega la recuperación económica antes que el recorte fiscal sea insostenible social y políticamente o si el gobierno flexibilizará su marco teórico en esta materia para contener los efectos de la recesión en los sectores vulnerados por el devenir de la macro. Nos inclinamos a pensar en que podría darse la segunda opción, sobre todo luego de las recientes declaraciones del presidente en donde admitió un sobregiro con el fiscalismo y que el gobierno se encuentra en condiciones de empezar a “gastar y devolver”, aunque posteriormente afirmó que no iba a entregar el resultado fiscal. Durante los próximos meses podremos observar si este giro se observa efectivamente o se queda en declaraciones.

**Tabla II – La microsierra: Top 5 de programas recortados sin impacto fiscal (y con costo político)**

Programas	ene-abr 24	Var. % real	Var. real i.a.	Participación en el recorte
	Devengado	i.a.	en \$	
Respuesta al VIH, Infecciones de Transmisión Sexual, Hepatitis Virales, Tuberculosis y Lepra	3.217	-81%	-13.727	0,16%
Desarrollo de la Salud Sexual y la Procreación Responsable	1.668	-35%	-917	0,01%
Fomento, Promoción y Apoyo a la Cultura	-	-100%	-2.154	0,02%
Fortalecimiento Edificio de Jardines Infantiles	1.016	-87%	-7.039	0,08%
Repavimentación de Rutas Nacionales	1.691	-92%	-20.835	0,24%
<b>TOTAL</b>	<b>7.591</b>	<b>-85%</b>	<b>-44.665</b>	<b>0,24%</b>

**Anexo I – Ejecución presupuestaria base devengado de enero a abril 2024 por finalidad y función**

Finalidad y función	ene-abr 24	Var. % real	Var. real	Participación en el recorte
	Devengado	i.a.	i.a. en \$	
<b>ADMINISTRACION GUBERNAMENTAL</b>	<b>856.730</b>	<b>-32%</b>	<b>-407.022</b>	<b>5%</b>
Administración Fiscal	13.000	-4%	-591	0%
Control de la Gestión Pública	19.753	-11%	-2.453	0%
Dirección Superior Ejecutiva	60.271	-33%	-29.987	0%
Información y Estadística Básicas	8.122	-21%	-2.189	0%
Judicial	487.200	-15%	-84.492	1%
Legislativa	90.720	-29%	-36.750	0%
Relaciones Exteriores	114.939	-20%	-29.369	0%
Relaciones Interiores	62.724	-78%	-221.192	3%
<b>SERVICIOS DE DEFENSA Y SEGURIDAD</b>	<b>1.003.340</b>	<b>-24%</b>	<b>-310.860</b>	<b>4%</b>
Defensa	356.637	-23%	-105.896	1%
Inteligencia	39.258	-21%	-10.168	0%
Seguridad Interior	524.820	-24%	-169.982	2%
Sistema Penal	82.625	-23%	-24.814	0%
<b>SERVICIOS SOCIALES</b>	<b>14.020.866</b>	<b>-29%</b>	<b>-5.797.451</b>	<b>67%</b>
Agua Potable y Alcantarillado	111.215	-63%	-185.383	2%
Ciencia, Tecnología e Innovación	297.372	-20%	-76.573	1%
Educación y Cultura	1.075.781	-46%	-928.177	11%
Promoción y Asistencia Social	1.092.710	-42%	-784.319	9%
Salud	800.708	-23%	-239.626	3%
Seguridad Social	10.432.755	-25%	-3.406.178	39%
Trabajo	111.138	50%	36.938	0%
Vivienda y Urbanismo	99.186	-68%	-214.132	2%
<b>SERVICIOS ECONOMICOS</b>	<b>2.400.792</b>	<b>-46%</b>	<b>-2.036.368</b>	<b>23%</b>
Agricultura, Ganadería y Pesca	53.053	-59%	-75.180	1%
Comercio, Turismo y Otros Servicios	9.162	-73%	-25.063	0%
Comunicaciones	131.538	-3%	-4.099	0%
Ecología y Desarrollo Sostenible	28.487	-74%	-79.098	1%
Energía, Combustibles y Minería	1.551.034	-39%	-975.366	11%
Industria	19.212	-80%	-79.008	1%
Seguros y Finanzas	12.248	-42%	-9.035	0%
Transporte	596.058	-57%	-789.520	9%
<b>DEUDA PUBLICA</b>	<b>3.106.503</b>	<b>-4%</b>	<b>-125.296</b>	<b>1%</b>
Servicio de la Deuda Pública	3.106.503	-4%	-125.296	1%
<b>Total general</b>	<b>21.388.232</b>	<b>-29%</b>	<b>-8.676.997</b>	<b>100%</b>

## Anexo II – Transferencias no automáticas a provincias, base devengado de enero a abril 2024

Jurisdicción	ene-abr 24	Var. % real	Var. real	Participación
	Devengado	i.a.	i.a. en \$	en el recorte
<i>Ciudad Autónoma de Buenos Aires</i>	62.497	-30%	-26.989	3%
<i>Buenos Aires</i>	132.096	-73%	-348.900	37%
<i>Catamarca</i>	1.899	-88%	-14.480	2%
<i>Chaco</i>	4.717	-94%	-68.043	7%
<i>Chubut</i>	2.518	-68%	-5.450	1%
<i>Córdoba</i>	3.702	-93%	-49.472	5%
<i>Corrientes</i>	4.310	-87%	-29.922	3%
<i>Entre Ríos</i>	3.248	-93%	-44.668	5%
<i>Formosa</i>	1.642	-94%	-26.334	3%
<i>Jujuy</i>	2.743	-78%	-9.875	1%
<i>La Pampa</i>	929	-95%	-16.308	2%
<i>La Rioja</i>	1.150	-98%	-49.624	5%
<i>Mendoza</i>	3.155	-86%	-19.578	2%
<i>Misiones</i>	4.917	-83%	-24.438	3%
<i>Neuquén</i>	4.668	-84%	-23.716	3%
<i>Río Negro</i>	2.176	-83%	-10.953	1%
<i>Salta</i>	2.789	-89%	-22.237	2%
<i>San Juan</i>	1.117	-92%	-13.515	1%
<i>San Luis</i>	701	-93%	-8.648	1%
<i>Santa Cruz</i>	15.001	-31%	-6.667	1%
<i>Santa Fe</i>	9.562	-84%	-51.221	5%
<i>Santiago del Estero</i>	4.943	-87%	-31.810	3%
<i>Tierra del Fuego</i>	823	-92%	-9.515	1%
<i>Tucumán</i>	5.288	-84%	-27.254	3%
<b>Total general</b>	<b>276.593</b>	<b>-77%</b>	<b>-939.617</b>	<b>100%</b>

# Informe financiero

## Contexto de mercado

Cómo mencionamos en el apartado macroeconómico, en los últimos 30 días el BCRA recortó tres veces la tasa de referencia (hasta llegar al 40% TNA actual) con el propósito de disminuir los pasivos remunerados a través de dos mecanismos: 1- Licuación de los pases vía tasa real negativa; 2- Desarme de pases por parte de los bancos para ir a instrumentos del Tesoro.

Para reforzar el segundo mecanismo, la Secretaría de Finanzas busca armar una curva de referencia de corto plazo con Letras Capitalizables (LECAPs), ofreciendo mayor tasa que el BCRA y con dos novedades que apuntan al mismo objetivo: licitaciones cada 15 días e intervención discrecional del BCRA en el mercado secundario.

Las expectativas de inflación a la baja, el ancla fiscal y la quietud de los dólares financieros permiten por ahora llevar adelante esta estrategia, incluso aunque el dólar oficial seguiría apreciándose si se mantiene el *crawling-peg* del 2% mensual.

En la búsqueda de convergencia de las tres variables más importantes (tasa, ritmo de depreciación e inflación) la dinámica más complicada es la de los precios, que deberían perforar el umbral del 5% mensual en el corto plazo para que el esquema se torne sostenible.

## Renta Fija Soberana en Pesos

Después de algunas caídas en abril, en lo que va de mayo los bonos CER recuperaron terreno con incrementos del 7,6% en promedio, con menor ritmo en el tramo corto de la curva. Algo similar pasó con las LECAPs: con aumentos promedio de 8,2%, las de *duration* más larga son las que mejor captaron el

Rendimientos Bonos en Pesos					
Activo	FX	YTD	MTD	Abril	2023
<b>CER</b>					
T6X4P	Pesos			5.6%	
T2X4	Pesos	32.0%	4.2%	6.5%	383.0%
T4X4	Pesos	36.4%	4.2%	4.1%	
T5X4P	Pesos	51.7%	5.9%	7.2%	
T2X5	Pesos	61.8%	8.5%	7.2%	
TC25	Pesos	40.1%	12.8%	-1.4%	376.6%
TZX25	Pesos		9.2%	-1.3%	
TX25	Pesos	-24.1%	10.3%	-3.5%	1005.5%
TZXD5	Pesos		2.2%	8.8%	
TZXM6	Pesos		3.7%		
TZX26	Pesos		8.6%	-1.7%	
TX26	Pesos	62.1%	9.2%	1.2%	344.0%
TZXD6	Pesos		10.5%	-7.3%	
TZX27	Pesos		5.6%	4.9%	
TZXD7	Pesos		11.4%	-7.5%	
TZX28	Pesos		8.9%	-7.5%	
TX28	Pesos	44.1%	6.9%	2.0%	359.4%
<b>Duales</b>					
TDJ24	Pesos	38.0%	4.3%	7.3%	
TDG24	Pesos	28.9%	-1.2%	9.4%	
TDN24	Pesos	39.4%	2.9%	10.5%	
TDE25	Pesos	43.0%	-1.7%	22.3%	
<b>Dólar Link</b>					
T2V4	Pesos	12.3%	-2.2%	1.8%	
TV25D	Pesos	31.5%	-1.1%	4.7%	
TZV25	Pesos		0.5%	5.2%	
<b>Letras Capitalizables</b>					
S31E5	Pesos		8.2%	19.2%	
S14O4	Pesos		5.7%		
S28F5	Pesos		8.6%		
S29N4	Pesos		7.5%		
S31M5	Pesos		10.6%		

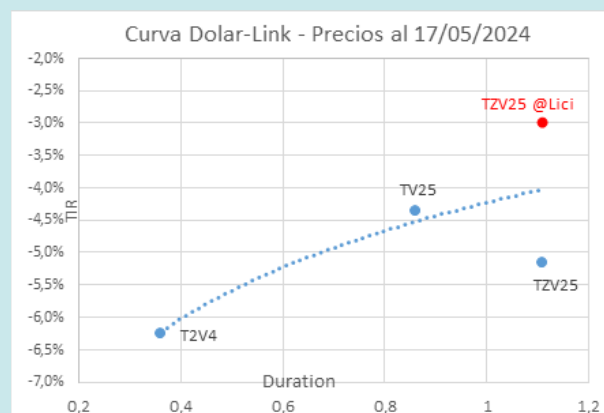
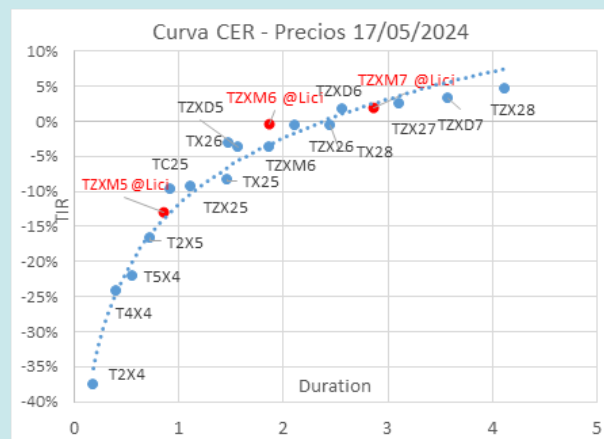
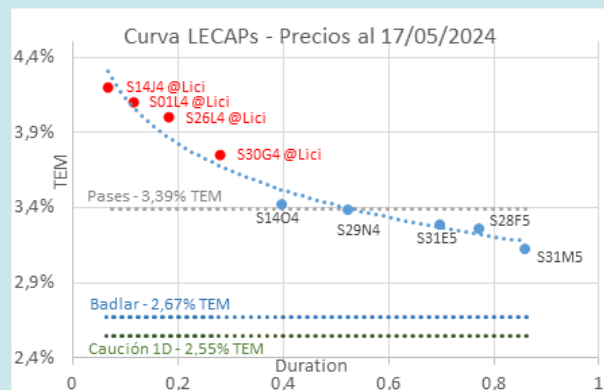
efecto de la baja de tasas.

Durante mayo, el Tesoro debió afrontar vencimientos por cerca de ARS 3,3 billones (ARS 2,98 billones vencen el 20/05). El 90% de estos títulos ajustaban por CER (ARS 99 billones) y casi la totalidad de las tenencias eran del sector privado. Para esto, el jueves 16/05 Finanzas licitó 8 instrumentos: 4 letras capitalizables (con plazo entre 25 y 102 días), 3 Boncer (con plazo de 1, 2 y 3 años) y un *dollar linked* (con vencimiento en mitad de 2025). Como mencionamos más arriba, las ofertas alcanzaron los \$18 billones, de los cuales el Tesoro adjudicó \$10 billones en LECAP (el máximo ofertado), \$1,2 billones en bonos CER y \$0,5 billones de dólar *Linked*.

A la espera de que los instrumentos comiencen a negociarse en el mercado secundario, la tasa efectiva mensual de las LECAPs adjudicadas fueron superiores a las que cotizan en el mercado secundario (desde 3,8% a 4,2% TEM, versus 3,4% TEM de la LECAP a octubre con cierre del viernes). Como vemos en el gráfico de LECAPs, si el mercado convalida una curva invertida, entonces no habría premio directo en el precio de licitación. Si, en cambio, las letras cortas tienden a arbitrar con el rendimiento de los pases del BCRA, podrían ir rendimientos de 3,5% TEM con alguna ganancia para los que entraron en la oferta primaria.

En cuanto a los instrumentos CER, el rendimiento de corte del TZXM6 (reapertura) se ubicó 2,4% por encima de su cotización en el secundario, lo que sugiere un premio importante para los que apostaron a este activo. Los dos nuevos instrumentos (TZXM5 y TZXM7) cortaron más cerca de la curva.

En el tramo dólar link se reabrió el TZV25, que se adjudicó a una tasa de -3%. De esta manera, se convalidó un rendimiento mayor respecto a su cotización en el mercado secundario. El viernes este instrumento cerró con rendimiento de -5,2% (ganancia en precio de 3%).



Hacia adelante hay dos aspectos importantes a monitorear:

(i) el ritmo de desinflación y donde se estaciona la tasa terminal para esta etapa del programa. En el caso optimista, con una inflación bajando del 5% mensual, creemos que la tasa de referencia podría ir a 30% TNA (2,5% TEM), pero no mucho más abajo.

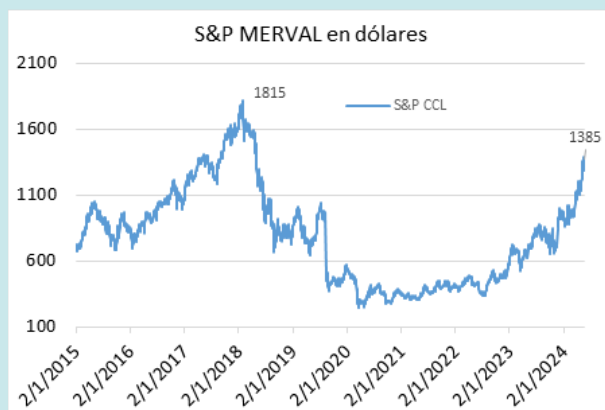
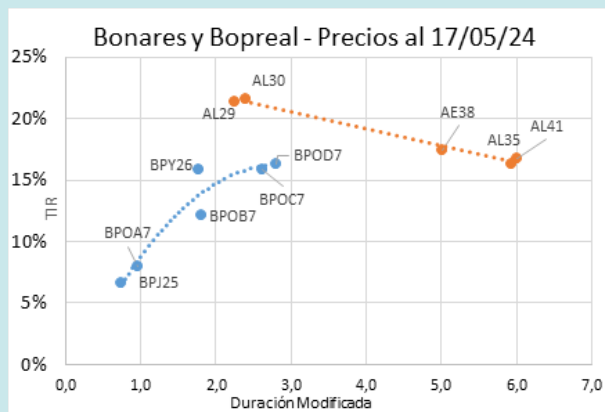
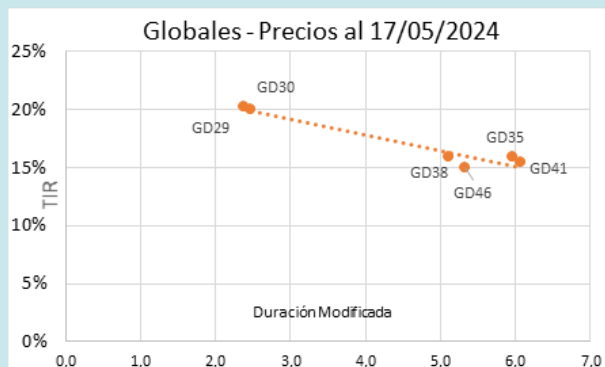
(ii) las licitaciones quincenales del tesoro y cómo funciona la curva de referencia de corto plazo. Con el nuevo cronograma hay que observar cómo se acomodan las tasas de la oferta primaria respecto al mercado secundario, y respecto a la tasa de pasés. Asimismo, habrá que estar atento a cómo reacciona el BCRA en el mercado secundario ante alguna necesidad de liquidez puntual de los Bancos, que ahora tienen mucha exposición en las LECAPs cortas.

### Renta Fija Soberana en Dólares

En abril tanto Bonares como Globales aumentaron un 9% en dólares, mientras que en lo que va de mayo se mantienen prácticamente neutros. El riesgo país se ubica en 1263 puntos. Los Bopreales fueron los que más comprimieron este mes, con subas promedio del 3%.

El jueves 9 de mayo el BCRA colocó USD 1.709 millones de Bopreal Serie 3, gracias a que se incluyeron entre los posibles suscriptores a aquellos que tenían utilidades retenidas para distribuir a no residentes. De esta manera solo queda un pequeño remanente para adjudicar respecto al anuncio inicial de USD 10.000 millones en total sumando las tres series.

Si bien los dólares financieros siguen estables (avanzaron solo 2% en lo que va de mayo), el posible atraso en el dólar oficial y la continua baja de tasas sugiere conservar una parte de la cartera dolarizada. Aún vemos valor en Globales y Bonares si el tesoro pretende hacer *roll-over* de vencimientos antes de



las elecciones de medio término. Resultan algo menos atractivos los Bopreales, con menos *upside*, pero también con menor volatilidad pensando en perfiles más conservadores.

## Mercado de acciones local

El índice S&P Merval actualmente registra un valor de 1385 dólares medido a través del CCL, habiéndose incrementado un 57.8% desde el inicio del año y un 10,9% en lo que va de mayo. Nuevamente los bancos fueron los que lideraron las subas, que ya cotizan en múltiplos cercanos de 3 veces respecto a su valor libro.

Si bien la tendencia es claramente alcista, las energéticas sufrieron mayor volatilidad por el conflicto de la deuda con CAMMESA. Por ahora solo una parte de las empresas del sector aceptó cancelar la deuda de diciembre y enero con AE38, lo que implica una quita del 50% si consideramos su precio de mercado.

Como referencia de precio, los máximos tocados en 2018 alcanzaron 1815 dólares, un 31% más respecto al valor actual, y un 50% más si deflactamos al dólar por la inflación estadounidense.

Activo	FX	Rendimientos			
		YTD	MTD	Abril	2023
<b>Bonos USD</b>					
AL30D	MEP	54.5%	-0.4%	8.5%	56.9%
GD30D	MEP	50.4%	-0.9%	8.7%	40.9%
AL35D	MEP	38.0%	0.0%	6.2%	32.7%
GD35D	MEP	36.8%	-1.0%	6.7%	30.5%
<b>Bopreales</b>					
BPI25C	Cable		3.0%	5.0%	
BPY26C	Cable		3.1%		
BPOA7C	Cable		2.9%		
<b>Equity Local</b>					
MERVAL	Pesos	58.5%	11.3%	9.1%	360.1%
GGAL	Pesos	132.6%	9.8%	25.6%	407.0%
BMA	Pesos	178.5%	25.2%	6.6%	412.9%
PAMP	Pesos	9.9%	9.0%	3.2%	339.1%
TGSU2	Pesos	41.7%	8.4%	17.8%	264.5%
TXAR	Pesos	9.4%	10.2%	-5.9%	355.4%
<b>Bonos en pesos</b>					
CER	Pesos	38.0%	7.6%	1.1%	493.7%
DÓLAR-L	Pesos	21.9%	-0.9%	3.9%	
LECAPS	Pesos		8.2%	19.2%	
DUAL	Pesos	37.3%	1.1%	12.4%	
<b>Índices</b>					
SPX	USD	11.2%	5.3%	-4.1%	24.2%
NDX	USD	10.2%	6.3%	-4.6%	53.8%
INDU	USD	6.1%	5.8%	-4.9%	13.7%
EWZ	USD	-9.2%	2.3%	-4.6%	25.0%
<b>Otros</b>					
UVA	Pesos	104.5%	6.0%	13.7%	149.5%
CCL	Pesos	14.7%	0.6%	1.4%	189.2%
MEP	Pesos	7.2%	2.9%	2.4%	197.3%



# IEA | Instituto de Economía Aplicada

## Datos de equipo

---

### Director

Diego Bastourre

### Equipo de Investigación

Martín Breinlinger

Kevin Castillo

Julián Chambó

Federico Machado

Nicolás Sanvitale

### Secretario

Javier Gobbi

## Datos de contacto

---

<https://iea.ude.edu.ar/>

[iea@ude.edu.ar](mailto:iea@ude.edu.ar)



[ude.edu.ar](http://ude.edu.ar)



UNIVERSIDAD  
DEL ESTE  
LA PLATA