

Perspectiva 2023

HIGHLIGHTS

- A nivel global, el mundo enfrenta un año de menor crecimiento donde al menos un tercio se estima que caerá en recesión. La inflación en el mundo da señales de desaceleración. La duda: qué tan rápido y qué tanto se desacelerará la economía este año. Ese será el principal foco de los bancos centrales del mundo desarrollado, que continúan señalando un entorno de tasas elevadas por largo tiempo, mientras el mercado tiene sus dudas y apuesta a un recorte de tasas hacia fin de año.
- La renta fija se encuentra en un entorno de tasas más “normal” que el visto en los últimos 10 años y así recupera el atractivo respecto de las acciones.
- Para los mercados emergentes, el hecho que el ajuste monetario en el mundo desarrollado este más cerca del fin, mejora las perspectivas así como la reapertura de China que ha impulsado los commodities al alza nuevamente, impulsando a los mayores niveles a los flujos hacia mercados emergentes en décadas.
- Para Argentina, sobre el fin de año e inicio del 2023 aparecieron algunas buenas noticias en materia de desaceleración de la inflación, cumplimiento de metas con el FMI tanto fiscales como de reservas y despeje de vencimientos del Tesoro de corto plazo. El primer semestre del año podría ver una inflación moderada pero el riesgo aparece en la segunda mitad del año con las elecciones por delante. En tanto, en términos de financiamiento, el “muro” de vencimientos de fines del primer trimestre y en especial, el segundo trimestre, demandarán habilidad del Tesoro para la refinanciación. A nivel cambiario, se mantienen los desafíos, en un año con más pagos a realizar y menos desembolsos internacionales, asegurando otro año de controles, brecha y tipos de cambios múltiples. A medida que avanza el año, el foco pasará por el tema político, candidatos y propuestas para lidiar con los desequilibrios de la economía argentina en 2024.
- En el comienzo de enero, el Tesoro realizó un canje de deuda que permitió despejar los vencimientos de corto plazo.
- La inflación de diciembre salió por debajo de lo esperado por el mercado pero enero apunta un poco más arriba. Por el momento, la tasa le gana a la devaluación y a la inflación, es decir, hay una tasa real positiva, tal como sugiere el FMI.
- El BCRA bajó el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial y subió tasas de pases.
- Massa sorprendió al mercado al anunciar una recompra de bonos Globales por USD 1.000 millones al caer el riesgo país por debajo de 2000 pbs.

Las tasas de los bonos en el mundo desarrollado ha tendido a negociarse en un rango en las últimas semanas. Después de conocerse el reporte del empleo y la inflación en EEUU, la tendencia a la moderación de rendimientos en la parte larga de la curva americana ha llevado a tocar los mínimos del rango visto en los últimos meses, en torno a 3.4%, después de haber estado en 4.30% en octubre 2022. Una inflación que confirma su desaceleración junto con una moderación en el avance de los salarios por hora en EEUU alienta la perspectiva de ver un incremento de tasas de sólo 25 pbs en febrero y marzo por parte de la Reserva Federal, cuestión que ha impulsado al alza a los mercados de riesgo, con una suba importante en los índices de acciones americanos, especialmente en el Nasdaq.

	Actual	31-12-22	31-12-21	YTD	2022
S&P 500	4014	3839.5	4766	5%	-19%
NASDAQ	11468	10466	15644	10%	-33%
Tasa Fed Funds	4.50%	4.50%	0.50%	0%	800%
UST 2	4.22%	4.42%	0.70%	-5%	531%
UST 10	3.55%	3.88%	1.51%	-9%	157%
ETF acciones emergentes	41.6	37.9	57.61	10%	-34%
ETF bonos emergentes	87.86	84.59	115.91	4%	-27%

En cuanto a la perspectiva para el principal índice accionario americano en el año por distintos bancos de inversión, realizamos un resumen en el siguiente cuadro:

	2021	2022	Esperado 2023
S&P 500	4766	3840	
Deutsche Bank			4500
JPMorgan			4200
Citigroup			4000
Morgan Stanley			3900
Barclays			3725

Por su parte, en Europa la inflación también ha tendido a moderarse, particularmente gracias a un invierno mucho más templado a lo previsto que ha gatillado fuertes bajas en los precios del gas natural y la electricidad ayudando a la moderación de la inflación, pero aún el Banco Central Europeo está lejos de ver el fin de la suba de tasas. No obstante, el mercado empieza a especular con un entorno donde la situación global empieza a delinarse de forma más clara y el riesgo se reduce. De hecho, la volatilidad del mercado de bonos en EEUU se ha reducido de forma significativa en las últimas semanas, colaborando a la mencionada recuperación de los mercados de riesgo. A continuación observamos cómo la tasa a 10 años americana se ha movido en un rango en los últimos tres meses entre 3.4% y 3.85%.

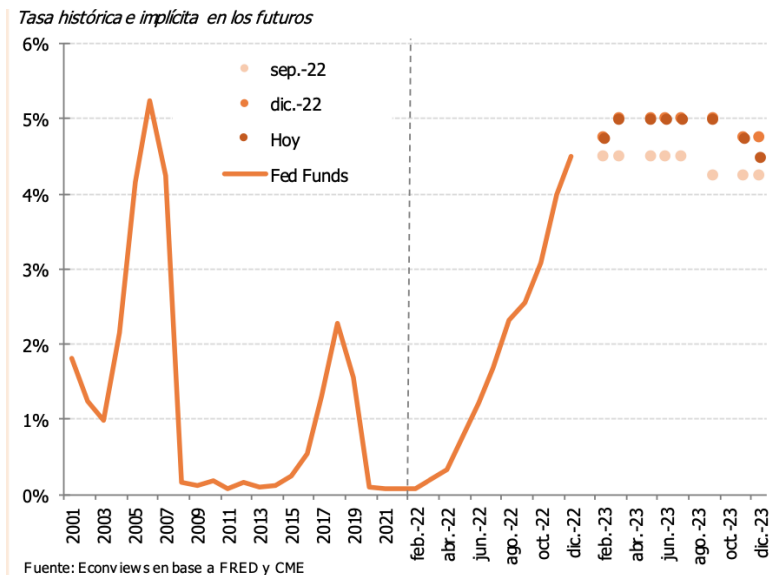
Rendimiento del bono del Tesoro a 10 años en los últimos 6 meses



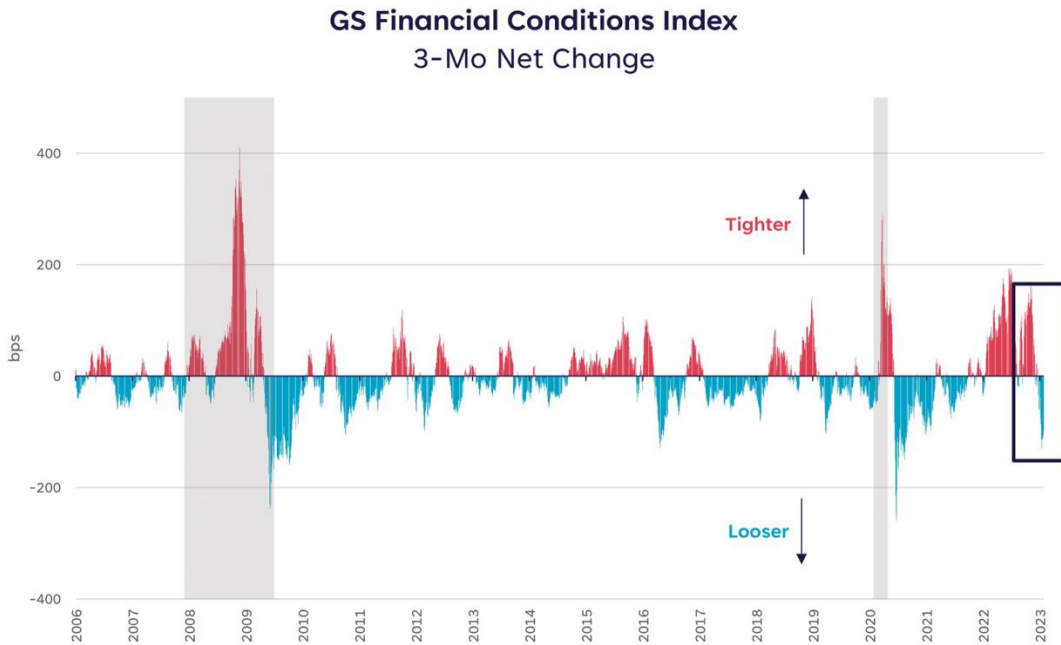
Fuente: CNBC

En cuanto a la perspectiva de subas de tasas, se espera que la Reserva Federal esta semana suba las tasas en 25 pbs el miércoles y en marzo, lo que dejaría la tasa en 5%, pero luego el mercado ve dos bajas de igual magnitud en noviembre y diciembre para cerrar 2023 en 4.50%. Hace un mes, 17 de 19 integrantes del FOMC habían proyectado una tasa arriba de 5% a fin de año, y 7 incluso la veían encima de 5.25%, por lo cual ahora ha surgido una brecha entre las expectativas del mercado y de la Reserva Federal, motivo por el cual hay quienes se inclinan por una suba de 50 pbs en febrero.

Expectativa de suba de tasas por parte de la Fed y de mercado



Especialmente, quienes sugieren una suba de 50 pbs esta semana, miran el desempeño de los mercados de riesgo este año y el índice de condiciones financieras, que refleja una situación de amplia laxitud en los últimos tres meses. En los últimos 20 años, sólo hubo dos momentos de mayor laxitud en términos de las condiciones financieras medidas por este índice, a fines de la recesión de 2008-9 y a mediados de 2020.



Source: SoFi, Goldman Sachs Investment Research. Gray bars signal recession.

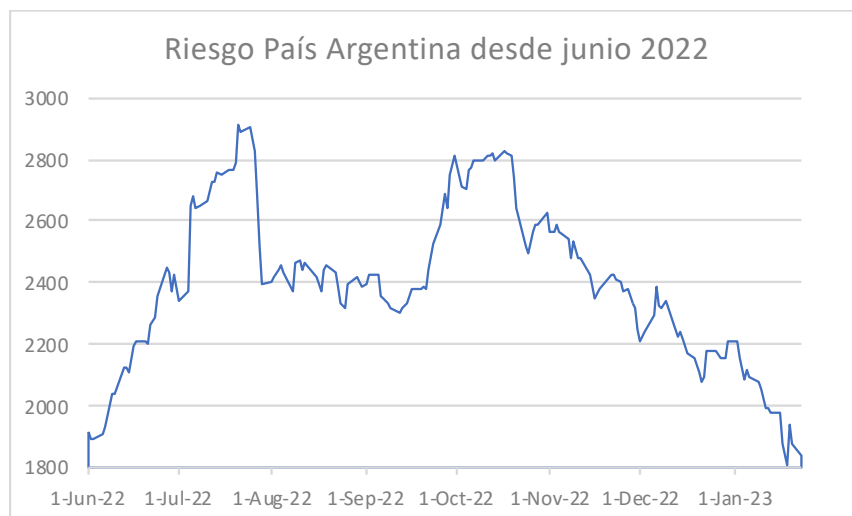
En un entorno de tasas más moderadas, reapertura de China, un dólar con tendencia a la depreciación, los mercados emergentes reaparecen como una de las apuestas preferidas. En lo que va del año, el índice de deuda de mercados emergentes que en 2022 cayó más de 20% lleva una suba de 4%, y en materia de acciones, el incremento fue aún mayor, 10% , de acuerdo al ETF EEM. Esto se da de la mayor del mayor influjo hacia mercados emergentes vistos en décadas como se puede observar en el gráfico a continuación:



En cuanto a **la deuda argentina en 2023**, la moderación en la tasa americana de largo plazo fue un catalizador clave a la hora de impulsar a toda la renta fija desde octubre, la deuda emergente latinoamericana y la argentina, en particular, ha tenido una muy fuerte recuperación. La outperformance de los Globales en lo que va del año frente a sus pares emergentes es notable, el resultado promedio es +23% YTD en contraste con el EMB que sólo ganó 4%.

	Actual	31-12-22	31-12-21	YTD	2022
Riesgo País Arg	1843	2213	1688	-17%	31%
Precio Promedio Globales	33.9	27.5	35.5	23%	-23%

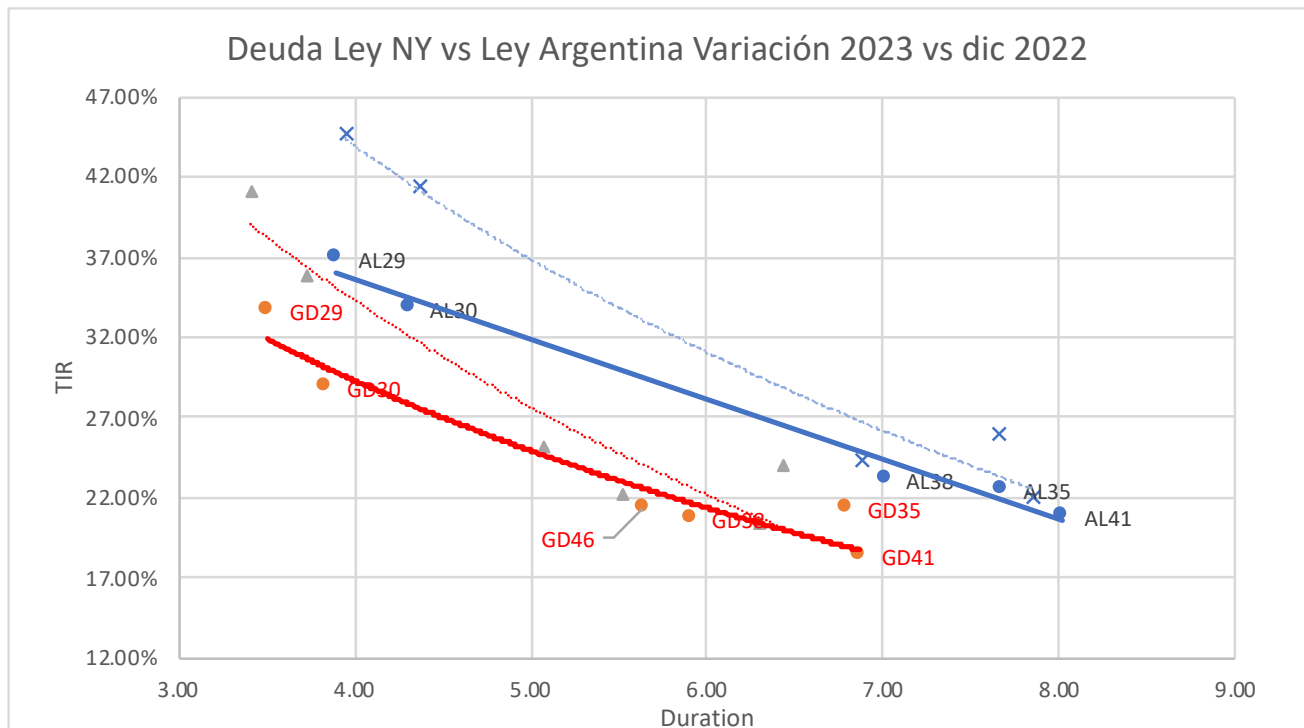
Riesgo país argentina



En materia de riesgo país, se ha logrado volver a niveles similares a los de junio 2022 previos a la crisis de la deuda en pesos y los varios cambios al frente de Economía. Aparentemente, Massa logró alejar temores exagerados respecto del escenarios catastróficos para la deuda argentina, al avanzar en el cumplimiento de las metas con el FMI (a pesar de que se haya logrado con cierta creatividad y postergando algunos gastos) y marcar una senda de acercamiento al mundo. Sin embargo, si tomamos una perspectiva más amplia del riesgo país observamos que estamos muy lejos todavía de los 1500 pbs vistos durante gran parte de 2021 y más aún de los niveles que se vieron apenas se implementó el canje de deuda.



Como se observa en el gráfico a continuación, las curvas de rendimiento, tanto local como internacional, han tendido a reducir el empinamiento en 2023 de forma muy significativa, con un notable outperformance de la parte corta de ambas curvas.



Parte de la explicación por este outperformance se debe al anuncio de recompra de deuda (ver [comunicado](#)) por hasta USD 1.000 millones hecho por el ministerio de Economía el 18 de enero que llevó a un fuerte rally en la deuda inicialmente pero luego despertó un sin número de dudas. Dado el escaso detalle del comunicado no queda claro si se habla en términos de valores nominales o efectivos, si fuera en términos nominales no resultaría tan relevante, mientras que si fuera en efectivos, la gran duda surge de dónde surgirían los fondos para financiar esta operación, justamente en un momento en que los bonos están en un rally, y vienen subiendo respecto de niveles mínimos en torno a USD 20 vistos a mediados del año pasado. Más allá de estas cuestiones, el anuncio fue una señal positiva para el mercado, que sospecha que el fin de la operación no resulta en volver al mercado, dado que todavía los niveles de rendimientos se encuentran muy lejos de la normalidad sino tener poder de fuego para poder intervenir en el mercado de contado con liquidación, donde los dólares venían teniendo una suba relevante desde fines de 2022.

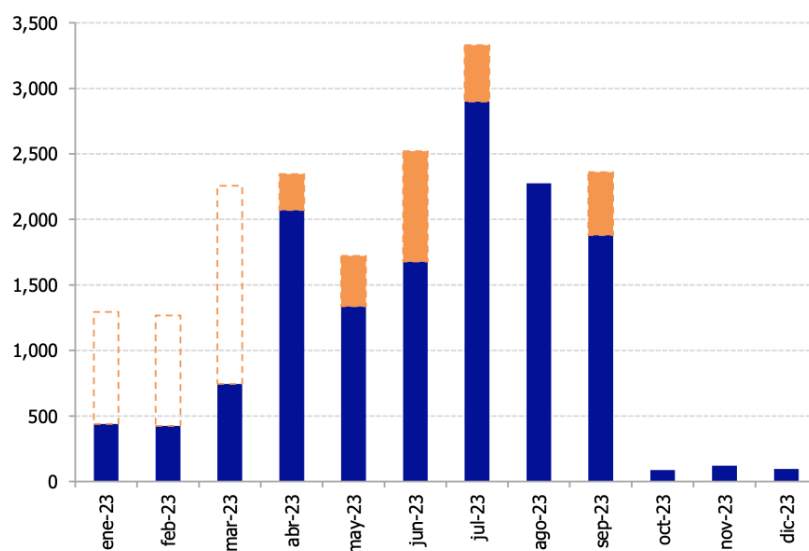
Canje de deuda y licitación del Tesoro

En cuanto al mercado local, el primer trimestre del año comenzó con un canje de deuda que permitió despejar los vencimientos de corto plazo, operatoria también necesaria para que el Banco Central pueda rolear la deuda que compra en el mercado secundario ya que no puede acceder a las licitaciones primarias.

De esta manera, el Tesoro redujo las obligaciones del primer trimestre del año en \$ 3.21 billones. Previo a la conversión, en enero vencían \$ 1.29 billones, en febrero \$ 1.27 billones y en marzo \$ 2.26 billones. Ahora los vencimientos se redujeron a: \$ 439,540 millones en enero, \$ 424,759 millones en febrero y \$ 743,913 millones en marzo.

Perfil de vencimientos post canje

En miles de millones de AR\$



Fuente: Econviews en base a MEcon y estimaciones propias

Sin embargo, esto no es más que una solución de corto plazo. Los instrumentos ofrecidos vencen todos entre abril y septiembre de este año (excepto el bono dual a febrero de 2024), por lo que solo se logró pasar el problema para dentro de unos meses. El desafío sigue siendo superar las elecciones. Es probable que surja eventualmente algún otro canje creativo que intente superar ese obstáculo, pero la volatilidad para el mercado de deuda en pesos para el segundo trimestre es probable que aumente.

Por su parte, el Tesoro además vio buenas licitaciones a fines de diciembre y en enero, logrando financiamiento neto. En la última licitación de enero llevada a cabo el viernes, el Tesoro adjudicó el un valor efectivo de \$222.984 MM, dejando un saldo de financiamiento neto en el mes de \$203.000 MM, a lo que hay que sumarle lo que consiga hoy en la segunda vuelta para creadores de mercado. Una vez más, hubo muy poco interés por el bono dollar-linked para importadores T3V3.

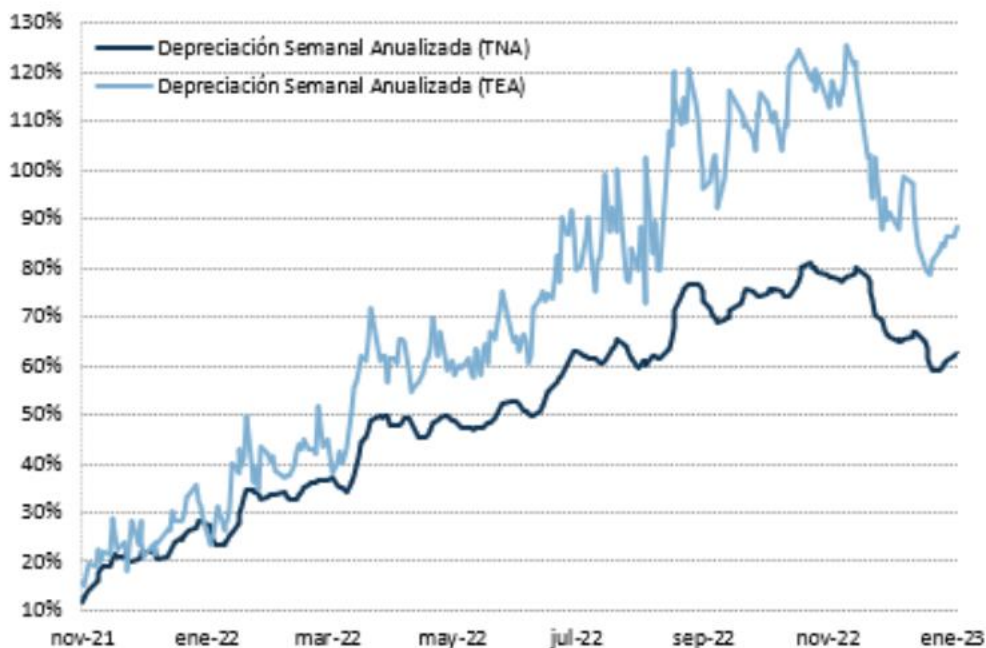
Instrumento	Tipo	Ticker	Fecha de vencimiento	Plazo	Precio de corte cada VNO \$1.000	Tasa Nominal Anual (TNA) implícita	Valor efectivo adjudicado (millones de \$)
LEDE	reapertura	S28A3	28/04/2023	87	836,00	82,30%	\$ 82.744
LEDE	reapertura	S31Y3	31/05/2023	120	780,50	85,54%	\$ 50.658
LEDE	reapertura	S30J3	30/06/2023	150	732,00	89,09%	\$ 88.928
Dollar-Linked	reapertura	T3V3	28/04/2023	87	USD 1.000	0,00%	\$ 654

Las LEDES fueron el instrumento más atractivo para el mercado, especialmente la de abril y la de junio, que tuvieron adjudicaciones por encima de los \$80.000 millones.

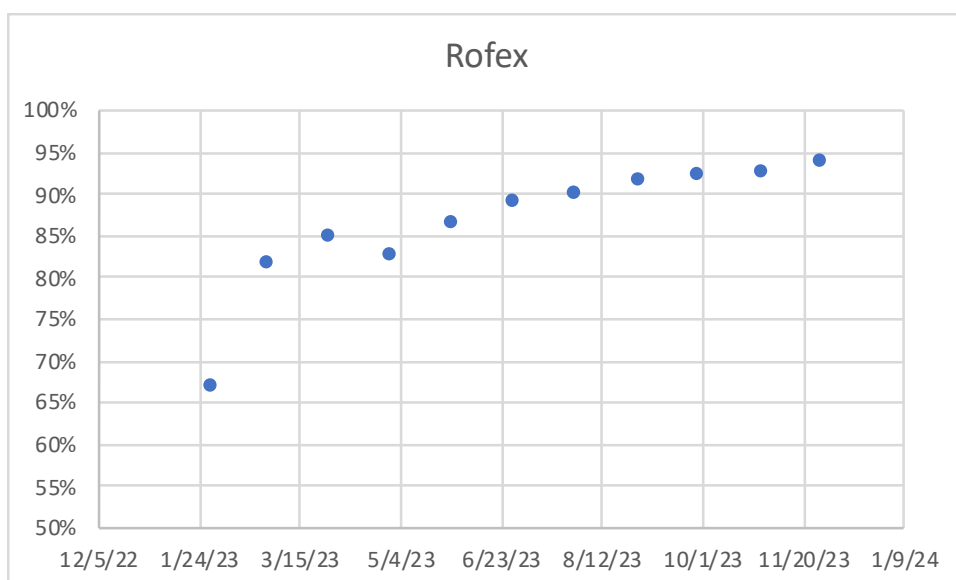
Deuda dólar linked y BCRA

En enero, el BCRA vuelve a mostrar un mes en rojo, a pesar de que había empezado con ciertas compras, aunque modestas, ante menores liquidaciones de exportadores después de los planes soja 1 y 2, como era de esperar. En materia de depreciación diaria, en enero el BCRA desaceleró el ritmo a un 5.5%, que equivale a una TNA de 62.5%. En algunos días, la depreciación fue algo menor, hasta que empezaron a circular estimaciones de inflación de enero, que apuntaban a un ritmo algo superior al previsto, más cercano al 6% que al 5% esperado por el gobierno, por lo cual el BCRA cauto volvió a retomar la depreciación diaria de 30 -31 centavos diarios

La desaceleración de la depreciación del tipo de cambio oficial parece haber tocado piso



En cuanto a los futuros, en casi todo enero tendieron al alza, pero en las últimas ruedas tendieron a moderarse. El volumen sigue siendo bajo y las tasas implícitas cayeron por debajo de 90% para los vencimientos medios.

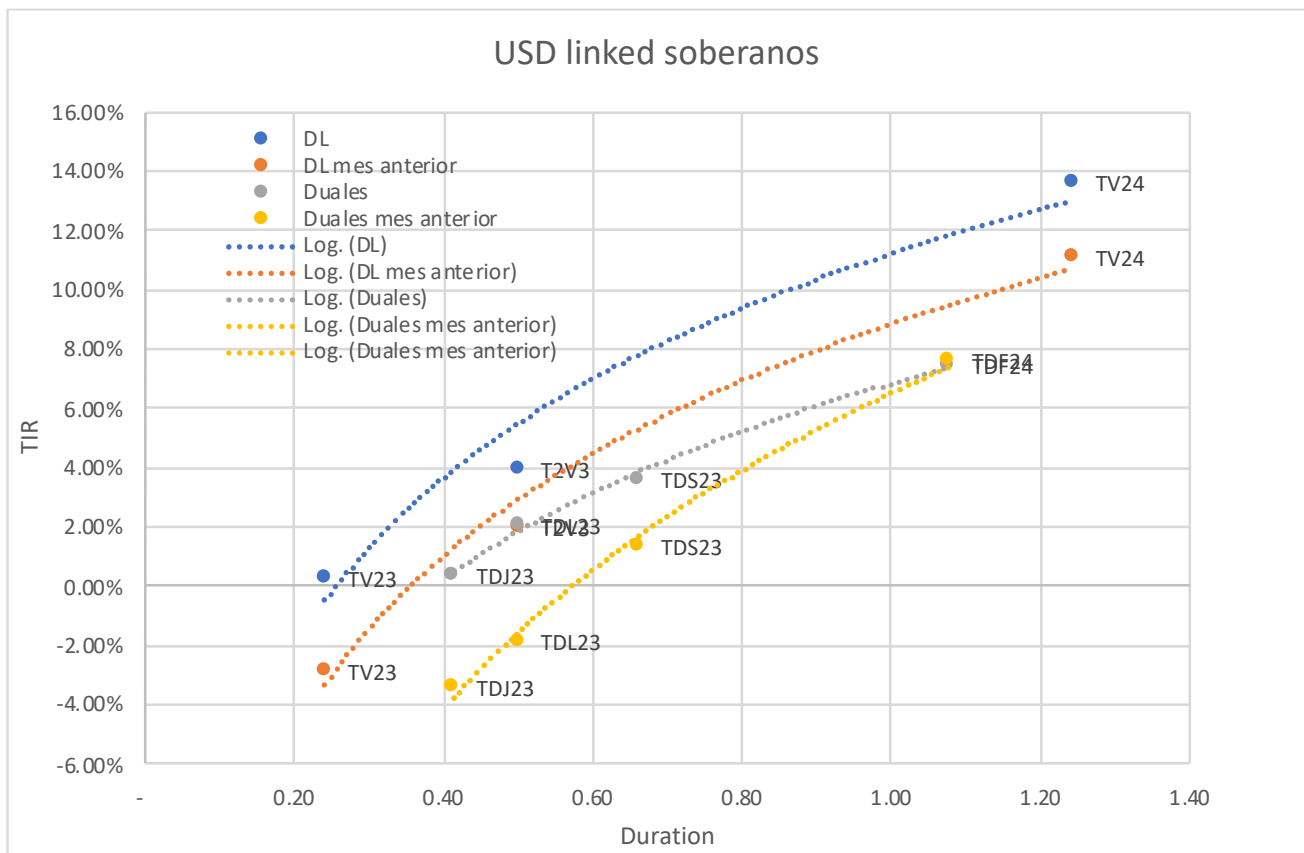


Fuente. Rofex

La deuda dólar link vio en promedio avances en todas las especies, pero en general por debajo del devengamiento del tipo de cambio oficial por lo cual los rendimientos de tanto duales como dólar link puros tendieron al alza en el mes.

Código	Título	Variación Precio Pesos	Variación TIR pbs
TV23	USD L Soberano	4.89%	316
T2V3	USD L Soberano	5.17%	196
TV24	USD L Soberano	4.03%	256
TDJ23	Dual Soberano	3.99%	377
TDL23	Dual Soberano	3.76%	391
TDS23	Dual Soberano	4.56%	227
TDF24	Dual Soberano	6.87%	(17)

Las curvas de rendimiento en el mes se desplazaron al alza de forma paralela para los dólar link puros y aumentando la pendiente de la curva en el caso de los duales.



Deuda en pesos

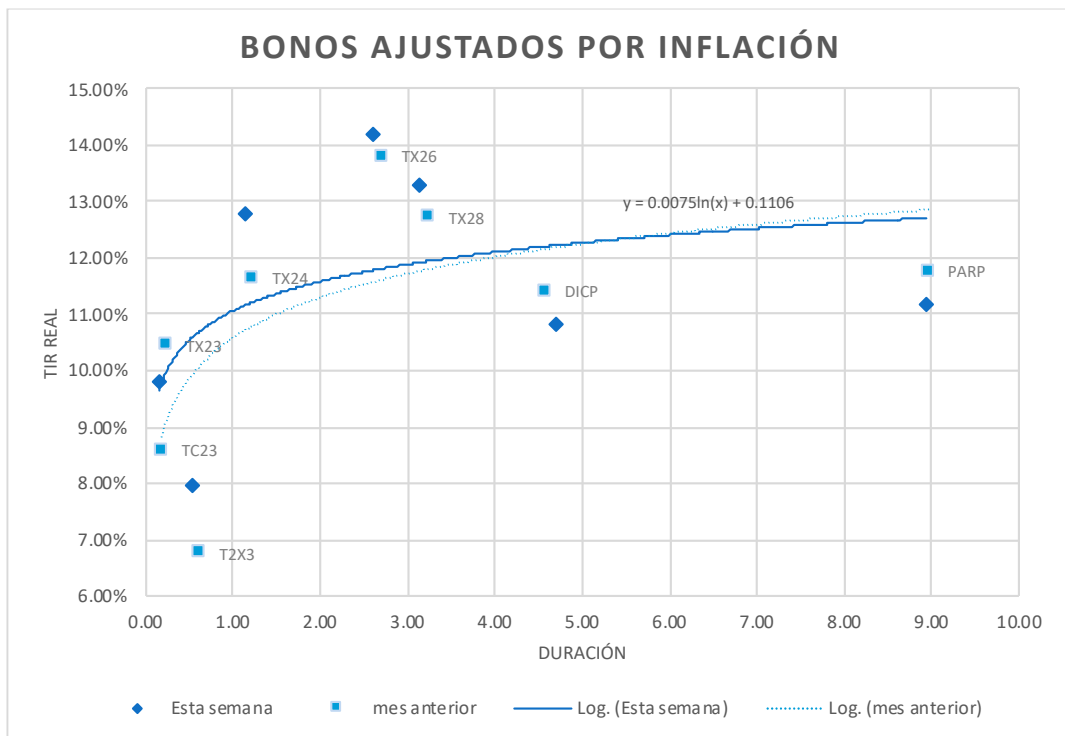
En el mes, las tasas de las Ledes tendieron levemente a la baja para el mes más cercano, mientras que subieron un punto porcentual en promedio para los siguientes dos meses. En los últimos dos meses, las letras han resultado de interés ante la desaceleración de la inflación y el mantenimiento de las tasas de interés de referencia, dejando una tasa real positiva.

Especie	Fecha de Emisión	Fecha de Pago	Plazo al Vto (Días)	Monto al Vto	Cierre (PPT, T+2)		Rendimiento del Período	TNA	TIR
					Fecha	\$ c/VN 100			
S28F3	15-Jul-22	28-Feb-23	28	100	27-Jan-23	94.990	5.27%	68.75%	95.43%
S31M3	23-Nov-22	31-Mar-23	59	100	27-Jan-23	89.030	12.32%	76.23%	105.21%
S28A3	15-Jul-22	28-Abr-23	87	100	27-Jan-23	83.600	19.62%	82.30%	112.02%
S31Y3	30-Dic-22	31-May-23	120	100	27-Jan-23	77.800	28.53%	86.79%	114.59%
Tasa mínima PF Sector Privado 30 d (*)			Fecha:	27-Ene-23	Valor 75.00%				

En cuanto a las Lece, los rendimientos tendieron a ampliarse en enero, pero empezaron a moderar el alza en las últimas ruedas ante la expectativa de un número de inflación de enero superior al previsto.

Especie	Fecha de Emisión	Fecha de Pago	CER Inicial	Plazo al Vto (Días)	Monto (₺) Capitalizado	Cierre (PPT, T+2)		Rendimiento del Periodo	TNA	TIR (₺)
						Fecha	\$ c/ VN 100			
X17F3	2-Mar-22	17-Feb-23	40.5435	17	186.12	27-Jan-23	184.900	0.66%	14.21%	15.22%
X21A3	31-Mar-22	21-Abr-23	42.2380	80	178.66	27-Jan-23	175.980	1.52%	6.94%	7.13%
X19Y3	29-Abr-22	19-May-23	44.0271	108	171.40	27-Jan-23	168.500	1.72%	5.81%	5.93%
X16J3	31-Ago-22	16-Jun-23	55.5275	136	135.90	27-Jan-23	132.000	2.95%	7.93%	8.13%
X18S3	30-Sep-22	18-Sep-23	59.4965	230	126.83	27-Jan-23	121.500	4.39%	6.97%	7.05%
CER Fecha de cálculo		75.4611								

En materia de títulos indexados, la curva de rendimientos tendió a aplanarse, con una suba de los rendimientos en la parte corta debido a la desaceleración en la inflación en los últimos meses y volviéndose a acentuar el gap entre el rendimiento de los vencimientos cercanos y los medios (2024-2026)



Esta semana se conocerá el Relevamiento de expectativas de mercado de enero.

Views de mercado

Con una Reserva Federal que apunta a completar su ajuste en 2023, el mercado comenzó a festejar por anticipado llevando a un índice de condiciones financieras laxas. Los mercados de riesgo han tenido un excelente arranque en 2023 pero la clave pasará por qué grado de desaceleración mostrará la economía americana y global después del ajuste implementado, así como por las ganancias que reporten las empresas y sus perspectivas.

Para la renta fija, se prevé un año con perspectivas positivas, y que descuentan una desinflación y una desaceleración leve de la economía, pero no una recesión, de acuerdo a los spreads de deuda high yield que están en niveles en torno a los 400 pbs.

En cuanto a los mercados emergentes, con un escenario de desinflación y desaceleración moderada del crecimiento, pero no una recesión relevante en la economía americana, los flujos a mercados emergentes deberían mantenerse, aunque a un ritmo más moderado que el visto en el inicio del año. Tasas más moderadas, debilidad del dólar y una China que se reabre al mundo alientan las perspectivas para estos mercados, donde las commodities tienen un peso relevante.

Para Argentina, donde se prevé un crecimiento modesto de la economía, una inflación ligeramente superior a la del año pasado y un tipo de cambio que debería acompañar a la inflación, la clave de corto plazo pasa por el manejo de la situación financiera y cambiaría mientras que, a partir de mediados del año, todo pasará por las perspectivas políticas y qué hará la próxima administración para abordar los desequilibrios existentes.

En este contexto, consideramos que la deuda hard dollar después de un excelente arranque en el año debería tender a lateralizar hasta ver un panorama político más claro, pero todavía tiene upside en un escenario de cambio político y de estabilidad de tasas globales. El global 2035 combina una baja paridad con alta convexidad y decente rendimiento corriente para apostar a un escenario de moderado optimismo de mediano plazo, aunque quienes busquen mayor seguridad deberían mirar el Global 2038 y quienes tengan un perfil más especulativo, aprovechar algún corrección del Bonar 2030.

En cuanto a la cobertura por tipo de cambio oficial, por el momento los volúmenes son bajos, pero a medida que promedia el año y avanza el cronograma de definiciones electorales es de prever que aumente el interés por la cobertura, especialmente en un entorno donde la brecha ronda nuevamente el 100% y si bien puede tener alguna baja ocasional no es de esperar que sea demasiado relevante.

En materia de deuda en pesos, la corrección en deuda CER debido a la desaceleración de la inflación de noviembre y diciembre enfrentaría resistencia de caras a un enero más difícil de lo previsto debido al alza de rubros como la carne. Por otra parte, el alza de tasas reales empieza a ser más interesante para vencimientos de mediano plazo, mientras que para posicionamiento de corto plazo lo más interesante pasa por Ledes cortas que rinden más que la inflación, o bien comprar TV23 y lanzar cobertura Rofex a abril.

En materia de dólar linked, nos parecen interesantes los títulos duales TDL23 con vencimiento en julio 2023, para quien soporte riesgo soberano y alternativas corporativas, como pagarés de buena calidad crediticia.

La deuda corporativa en dólares divisa se mantiene como la principal elección de refugio con empresas de bajo endeudamiento, sólido track record y habilidad probada para navegar en escenarios complicados. Pampa 26, Arcor 27, y PAE 27 son alternativas válidas pero con rendimientos moderados mientras la deuda de YPF luce más interesante en términos relativos. YPF 26 para quien busque un título con garantías y los YPF 24, 25 s, para quienes soporten la volatilidad.

Información legal

Informe semanal es una recopilación con información sobre los indicadores más relevantes del mercado de deuda. Las principales fuentes consultadas para la elaboración del presente documento son: sitio oficial del Instituto Argentino de Mercado de Capitales S.A (IAMC), sitio oficial de Bolsas y Mercados Argentinos- (BYMA), sitios oficiales de Matba ROFEX y de los principales agentes de mercado autorizados por CNV.

El contenido expuesto debe ser interpretado únicamente como información orientativa general.

ARG Securities Advisors S.A. es un agente de negociación matrícula CNV Nro. 719, regulado por la Comisión Nacional de Valores y cuenta con un equipo de profesionales idóneos de amplia trayectoria y reconocimiento que podrán brindar asesoramiento personalizado, acorde a la tolerancia al riesgo y los objetivos de inversión de cada cliente.