

Informe de Mercado

HIGHLIGHTS

- En EEUU, las lecturas de inflación dadas a conocer en febrero mostraron mayor resiliencia a la prevista gatillando un repricing de las probabilidades de subas de tasas, que fueron además impulsadas al alza por el testimonio de Powell frente al Senado ayer.
- La renta fija tendió a corregir en la última semana, ante el incremento en las tasas libres de riesgo y el aumento de la tasa terminal esperada por la Fed a niveles de 5.6% para septiembre.
- La deuda emergente cayó en la semana ante la suba de las tasas libres de riesgo.
- El riesgo país de Argentina volvió a superar los 2000 pbs.
- En cuanto a financiamiento, el ministro de Economía anunció un canje de deuda de corto plazo en pesos para despejar el horizonte y reducir la incertidumbre de las renovaciones previas a las elecciones. Se anticipa una alta participación dada la tenencia pública que ronda al menos 50%.

Las tasas de los bonos americanos, especialmente la parte corta, ha subido fuertemente en la última semana, ante revisiones en las previsiones de suba de tasa de Fed Funds, especialmente después del testimonio de Powell frente al Senado americano ayer, donde insistió en la necesidad de bajar la inflación, y en el modo “dependiente de los datos” de la Fed, que ante lecturas con una mayor resiliencia en sectores de servicios y con un mercado laboral más firme de lo esperado, han moderado su tendencia a la desinflación. Powell ha vuelto a generar volatilidad en el mercado de deuda y después de su testimonio las tasas del bono a 2 años del Tesoro americano superaron 5% por primera vez desde 2006, mientras que la inversión de la curva de rendimientos se profundiza, ahora supera los 100 pbs y las expectativas del mercado para las tasas de Fed funds descuentan ahora una suba de 50 pbs en marzo y una tasa terminal de 5.63% para septiembre, y tasas elevadas por un período más prolongado al previsto anteriormente. Este resulta ser un escenario notablemente diferente al descontado por los mercados en enero y principios de febrero.

Rendimiento del bono del Tesoro americano a 2 años



Este repricing del panorama de tasas de corto plazo tuvo un fuerte impacto en materia de renta fija, que llevó a una baja en materia de deuda emergente del 1.3% en la semana mientras que las acciones emergentes lograron mostrar una suba de 1.1% en la semana, mientras que las acciones americanas vieron marginales bajas en ese mismo período.

	Actual	MTD	YTD	2022
S&P 500	3975	-0.4%	4%	-19%
NASDAQ	11524	-0.1%	10%	-33%
Tasa Fed Funds *	4.75%	-	25	400
UST 2 *	5.06%	23	64	372
UST 10 *	3.98%	5	10	237
ETF acciones emergentes	38.81	1.1%	2%	-34%
ETF bonos emergentes	84.13	-1.3%	-1%	-27%
Riesgo País Arg	2076	5.8%	-6%	31%
Precio Promedio Globales	30.75	-3.1%	12%	-23%

* Var pbs

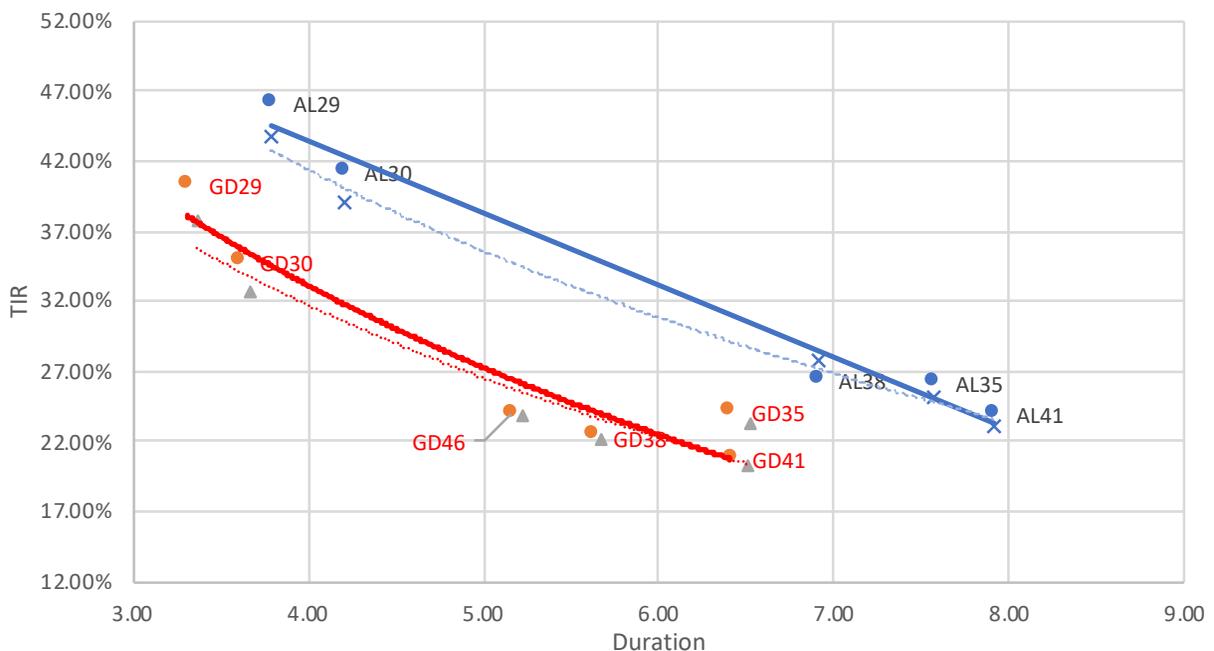
En Argentina, en la semana el riesgo país vio una suba de 5.8% a 2076 pbs , particularmente afectado por el contexto internacional de desarme de riesgo, principalmente.

Riesgo país argentina



Como se observa en el gráfico a continuación, las curvas de rendimiento, tanto local como internacional, han tendido al alza, en especial en la parte corta. El precio promedio de los bonos Globales ronda los USD 30.75 actualmente cuando en el mercado local el precio promedio ronda los USD 27.2 para los bonos legislación local, respecto de USD 28.4 la semana anterior.

Deuda Ley NY vs Ley Argentina Variación última semana



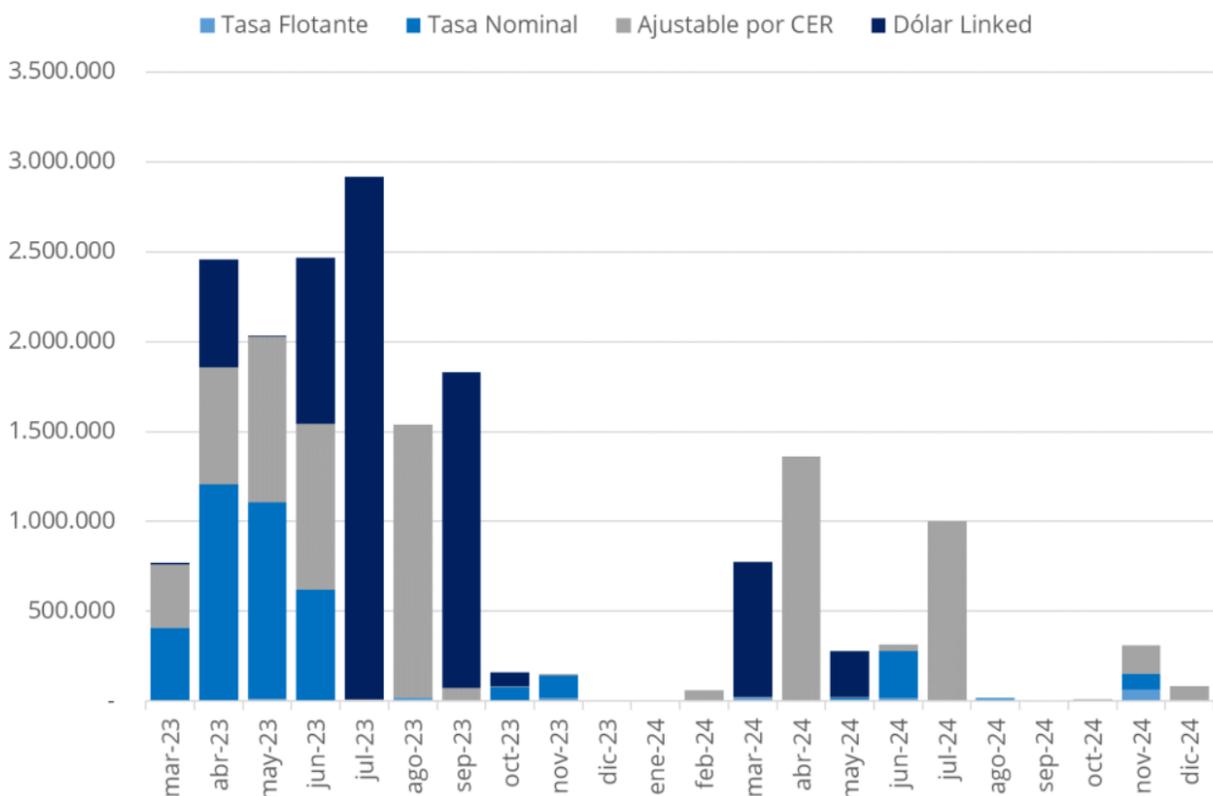
En el corto plazo, creemos que la tendencia de las tasas internacionales será el principal driver de la deuda, hasta que en el mediano plazo empiece a jugar el tema electoral. Por lo cual, de mediano plazo tenemos un view constructivo sobre la deuda argentina. Pero con las elecciones todavía lejos y una visibilidad muy baja respecto a las propuestas políticas, es de esperar que aumente la volatilidad en los próximos meses.

Canje de deuda del Tesoro

El lunes 6 de marzo el ministro de Economía anunció un canje de deuda con el fin de despejar el horizonte de vencimientos de corto plazo. Recordemos que la deuda en pesos presenta un perfil de vencimientos abultado previo a las elecciones como se observa en el cuadro a continuación:

VENCIMIENTOS DEUDA EN PESOS

En millones de pesos. Marzo 2023 – diciembre 2024.



En los últimos meses, Tesoro recurrió a emitir a mayores tasas, y dar más seguros (ajuste por inflación, por tipo de cambio, DUAL) a fin de lograr renovar vencimientos. Si bien esto permitió conseguir financiamiento neto, los plazos se fueron acortando por la mayor incertidumbre y se fueron pidiendo mayores tasas. Siendo marzo el mes con menores vencimientos, era razonable que se buscara despejar los vencimientos de los próximos meses ahora, y reducir la incertidumbre previa a las elecciones, vía la alternativa que más resguarda al sistema financiero, que era un canje voluntario.

El canje se ofrece para diez títulos con vencimiento entre marzo y junio, tanto Ledes, como LeCer, Boncer, dólar linked TV23 y Dual junio 2023 que se tomarán a valor técnico.

Títulos Elegibles para la Conversión	Especie	Código de Negociación	Vencimiento	Valor Técnico (VT) por Cada VNO \$ / USD 1.000
BONO DEL TESORO NACIONAL EN PESOS AJUSTADO POR CER 1,4% VENCIMIENTO 25 DE MARZO DE 2023 (TE1-OP1 y TE1-OP2)	BONCER	TX23	25/03/2023	\$ 4.056,9893
LETRA DEL TESORO NACIONAL EN PESOS A DESCUENTO CON VENCIMIENTO 31 DE MARZO DE 2023 (TE2-OP1 y TE2-OP2)	LEDES	S31M3	31/03/2023	\$ 1.000,0000
LETRA DEL TESORO NACIONAL EN PESOS AJUSTADA POR CER A DESCUENTO CON VENCIMIENTO 21 DE ABRIL DE 2023 (TE3-OP1 y TE3-OP2)	LECER	X21A3	21/04/2023	\$ 1.923,0000
LETRA DEL TESORO NACIONAL EN PESOS A DESCUENTO CON VENCIMIENTO 28 DE ABRIL DE 2023 (TE4-OP1 y TE4-OP2)	LEDES	S28A3	28/04/2023	\$ 1.000,0000
LETRA DEL TESORO NACIONAL EN PESOS AJUSTADA POR CER A DESCUENTO CON VENCIMIENTO 19 DE MAYO DE 2023 (TE5-OP1 y TE5-OP2)	LECER	X19Y3	19/05/2023	\$ 1.844,9000
LETRA DEL TESORO NACIONAL EN PESOS A DESCUENTO CON VENCIMIENTO 31 DE MAYO DE 2023 (TE6-OP1 y TE6-OP2)	LEDES	S31Y3	31/05/2023	\$ 1.000,0000
LETRA DEL TESORO NACIONAL EN PESOS AJUSTADA POR CER A DESCUENTO CON VENCIMIENTO 16 DE JUNIO DE 2023 (TE7-OP1 y TE7-OP2)	LECER	X16J3	16/06/2023	\$ 1.462,80000
LETRA DEL TESORO NACIONAL EN PESOS A DESCUENTO CON VENCIMIENTO 30 DE JUNIO DE 2023 (TE8 OP1 y TE8-OP2)	LEDES	S30J3	30/06/2023	\$ 1.000,0000
BONO DEL TESORO NACIONAL VINCULADO AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE 0,30% VENCIMIENTO 28 DE ABRIL DE 2023 (TE9 OP1 y TE9-OP2)	BONO DÓLAR LINKED	TV23D	28/04/2023	USD 1.001,1333
BONO DE LA NACIÓN ARGENTINA EN MONEDA DUAL VENCIMIENTO JUNIO 2023 (TE10 OP1 y TE10-OP2)	BONO DUAL	TDJ23	30/06/2023	\$ 204.280,61661

El monto total de deuda elegible asciende a más de \$8 billones aproximadamente. Se llevará a cabo el jueves 9 y liquidará el martes 14 de marzo.

Se ofrecen dos opciones de canastas para cada instrumento compuestas de la siguiente manera:

Opción 1 HL: 30% BONCER 3.75% ABRIL 2024, 40% BONCER 4% OCTUBRE 2024, y 40% BONCER 4.25% FEBRERO 2025

Opción 2 LL: 30% DUAL FEBRERO 2024 (TDF24), 40% BONCER 4% OCTUBRE 2024, y 40% BONCER 4.25% FEBRERO 2025

El mecanismo de licitación será mediante indicación de precio y esperamos que el Mecon, el jueves brinde los precios indicativos, según instrumento a canjear para estimar una ganancia aproximada por operación, como lo hizo en operaciones anteriores.

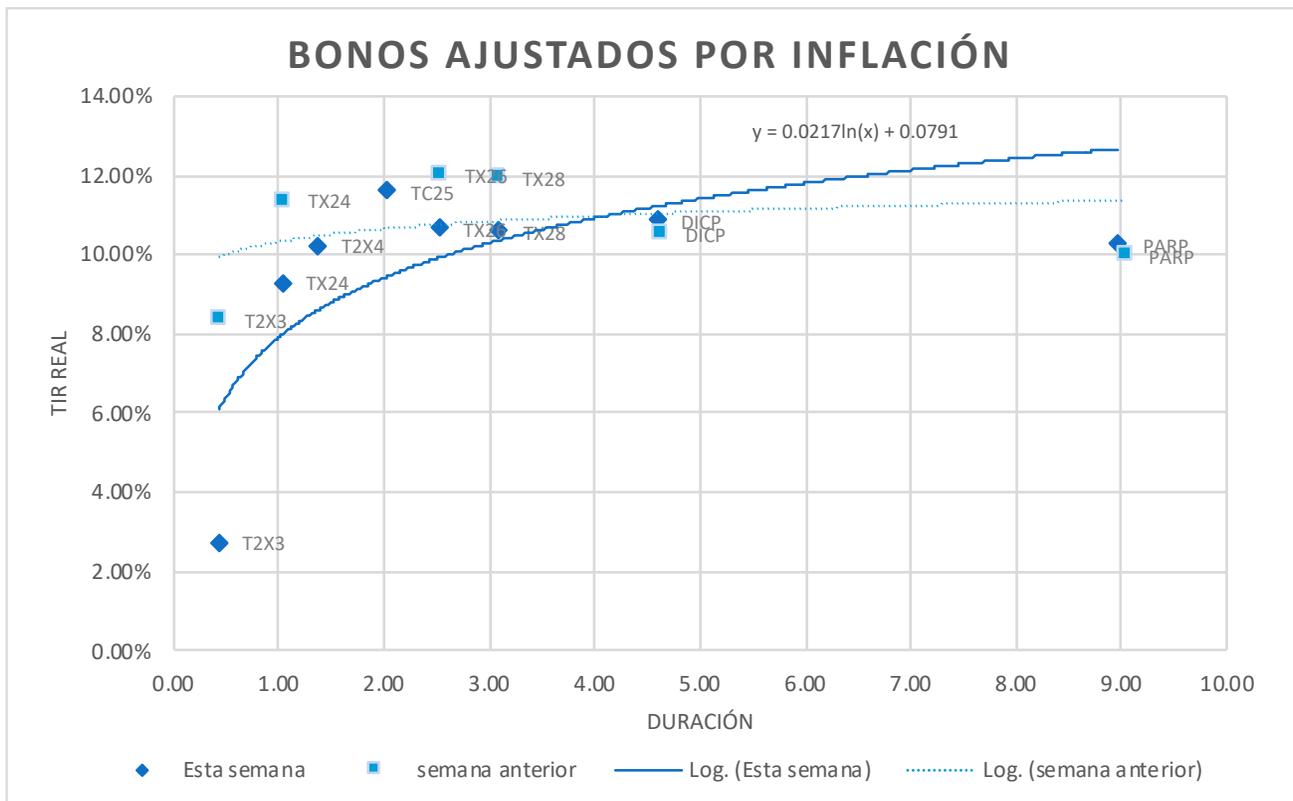
Respecto a los vencimientos que entran en el canje, se estima que el 49% se encuentra en organismos públicos, los cuales participarán en su totalidad, mientras que otro 21% está en poder de bancos privados, de los cuales los principales bancos privados han acordado su participación por la mitad de su posición. Esto pone un piso alto de acompañamiento, en torno al 60%. Los FCIs tienen un 11%, las compañías de seguro un 5% y el resto de los privados otro 15%.

Por otro lado, no se anunció oficialmente el put que se esperaba se le ofrecería a los bancos por los Boncer, lo que haría más atractiva en el margen a las canastas.

Los últimos canjes ofrecían una prima entre 2-4%, y este caso podría estar también en estos niveles, pero no resulta de mayor interés para el inversor minorista dada la incertidumbre del trato que tendrá esta nueva deuda por el próximo gobierno, aunque el hecho que la mayor parte de los vencimientos se den en la segunda mitad de 2024 permitiría tiempo para tomar ciertas medidas que permitan recrear la confianza y renovar de forma voluntaria en el tiempo los vencimientos.

El canje resuelve mayoritariamente el problema del roll de la deuda en pesos del corto plazo y es la mejor opción para este gobierno, el siguiente y la estabilidad del sistema financiero. Dado que abarca los vencimientos hasta junio, podría considerarse un primer parte para luego enfrentar con una operación similar los vencimientos de julio, agosto y septiembre que son importantes también.

Por otra parte, en las últimas dos semanas se dio un fuerte rally en materia de deuda indexada dejando la curva con rendimientos significativamente menores a los habituales, cuestión que en algunos meses, frente a las elecciones, podrían volver a verse rendimientos más elevados en ese tramo de la curva.



Deuda dólar linked y BCRA

El BCRA ha desacelerado marginalmente el ritmo de depreciación, pasando de una TNA de 71% a un 68% en la semana, pero no habría mucho margen para una mayor desaceleración dado el contexto cambiario.

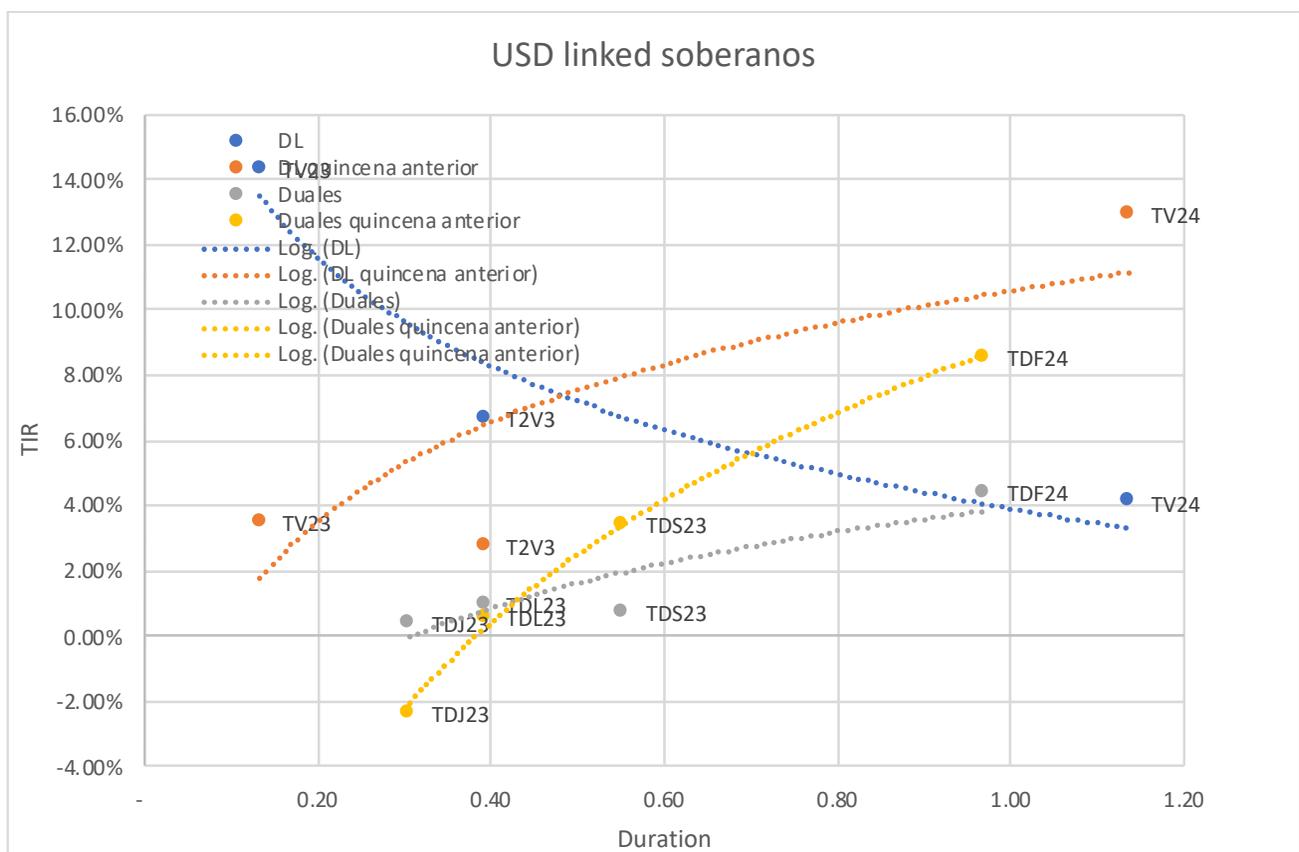
En cuanto a los futuros, se tendió a ver una baja en las tasas implícitas a lo largo de la curva, especialmente en el tramo más corto.

Ajuste de Dólar Rofex	08 mar 2023	Tasa Implícita
Cierre del día (Precio Spot)	200,0267	
Marzo	209,4300	74,60%
Abril	222,3500	79,87%
Mayo	237,6500	81,73%
Junio	252,5500	84,07%
Julio	269,4000	87,30%
Agosto	288,0000	91,21%
Septiembre	308,9000	96,91%
Octubre	332,2000	101,77%
Noviembre	354,0000	105,23%
Diciembre	380,0000	110,95%
Enero 2024	405,5000	113,96%
Febrero 2024	430,5000	117,47%

Fuente: Rofex

La deuda dólar link vio en promedio avances en todas las especies en la última quincena, los títulos largos tuvieron mejor desempeño, en especial el TV24, y el TDF24 que suele cotizar con una prima respecto del dólar link puro, ahora cotiza casi al mismo rendimiento debido la ampliación de su emisión al ser parte de una de las canastas ofrecidas en el canje de deuda.

Código	Título	Variación Precio Pesos
TV23	USD L Soberano	4.77%
T2V3	USD L Soberano	4.56%
TV24	USD L Soberano	17.52%
TDJ23	Dual Soberano	4.65%
TDL23	Dual Soberano	5.70%
TDS23	Dual Soberano	7.73%
TDF24	Dual Soberano	10.77%



Deuda en pesos

En las últimas dos semanas, las tasas de las Ledes tendieron al alza. En la parte corta de la curva la letra de marzo pasó de 75% de TNA a 84%, mientras que abril se redujo del 82% al 85% y mayo del 86% al 88%.

Especie	Fecha de Emisión	Fecha de Pago	Plazo al Vto (Días)	Monto al Vto	Cierre (PPT, T+2)		Rendimiento del Periodo	TNA	TIR
					Fecha	\$ c/ VN 100			
S31M3	23-Nov-22	31-Mar-23	22	100	07-Mar-23	95.170	5.08%	84.20%	127.35%
S28A3	15-Jul-22	28-Abr-23	50	100	07-Mar-23	89.500	11.73%	85.64%	124.75%
S31Y3	30-Dic-22	31-May-23	83	100	07-Mar-23	83.280	20.08%	88.29%	123.58%
S30J3	6-Ene-23	30-Jun-23	113	100	07-Mar-23	78.100	28.04%	90.57%	122.20%

En cuanto a las Lecker, los rendimientos tendieron al alza, rondando el 6% en promedio para los próximos vencimientos.

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			
X21A3	31-Mar-22	21-Abr-23	42.2380	43	190.31	07-Mar-23	188.900	0.75%	6.33%	6.51%
X19Y3	29-Abr-22	19-May-23	44.0271	71	182.58	07-Mar-23	180.550	1.12%	5.77%	5.90%
X16J3	31-Ago-22	16-Jun-23	55.5275	99	144.76	07-Mar-23	142.500	1.59%	5.85%	5.98%
X18S3	30-Sep-22	18-Sep-23	59.4965	193	135.10	07-Mar-23	133.500	1.20%	2.27%	2.29%

Views de mercado

La Fed continúa sorprendiendo al mercado con su sesgo hawkish, provocando un repricing de riesgo en materia de renta fija. Será clave el reporte del empleo del viernes, para ver si refuerza la idea de volver a subir las tasas en 50 pbs en marzo. Además, un panorama de tasas terminales más elevadas en torno a 5.6% para septiembre es relevante, así como el tiempo de permanencia en esos niveles por su impacto en la economía real.

Para Argentina, el canje de deuda en pesos es el mal menor para reducir la incertidumbre del mercado local de corto plazo, y se espera un piso de aceptación de 60% gracias a la participación de sector público y buena parte del sistema financiero. Una vez que se conozca el nuevo perfil de vencimientos podría darse cierta compresión en las tasas de los títulos de corto plazo como Ledes a abril y mayo que a TEAs por encima de 120% lucen atractivas. En cuanto a la deuda dólar linked, la ampliación de la emisión del TDF24 puede dar un punto de entrada para el arbitraje vs el TV24.

Por el lado de la deuda hard dollar, esta está por el momento afectada por la tendencia al alza en los yields de los bonos del Tesoro americano pero somos constructivos en el mediano plazo con un escenario de cambio político.

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. Arcor 26 luce interesante arriba de 7%, nos gusta también Pampa 26 y 27 en niveles de 10% así como nos YPF 26 e YPF 25 old para quien tenga mayor tolerancia al riesgo.

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.