

Informe de Mercado

HIGHLIGHTS

- En EEUU, el empleo continúa mostrando resiliencia mientras la inflación muestra algunas señales de moderación. La Fed entró en “pausa” en el ciclo de suba de tasas, pero el curso futuro todavía luce sesgado al alza.
- En el mundo desarrollado, la inflación tiende a moderarse, pero a un ritmo más lento del previsto. El último panorama del Banco Mundial muestra una desaceleración menor a la esperada del PBI mundial, ajustando 0.4% al alza al crecimiento previsto este año al 2.1%.
- Argentina vio una moderación en el riesgo país en las últimas dos semanas sin grandes drivers aparentes. Una nueva versión de conversión de deuda en pesos ayudó a despejar el horizonte de corto plazo en pesos, y a extender vencimientos, al lograr una aceptación del 78%, ayudada por una elevada participación del sector público. En tanto, la escasez de divisas sigue siendo acuciante y se espera renegociar metas con el FMI para que este realice desembolsos que permitan cumplir con los pagos previstos en las próximas semanas. Podría nuevamente verse una “mora negociada” como pasó en marzo, logrando cumplir con los pagos a principios de julio. Sorpresa a la baja en la inflación de mayo, que salió 7.8% respecto al 9% esperado.

	Actual	2 semanas	YTD	2022
S&P 500	4374	4.6%	14%	-19%
NASDAQ	13593	4.6%	30%	-33%
Tasa Fed Funds *	5.25%	-	75	400
UST 2 *	4.63%	18	21	372
UST 10 *	3.67%	-	(21)	237
ETF acciones emergentes	40.68	6.9%	7%	-34%
ETF bonos emergentes	85.86	1.4%	2%	-27%
Riesgo País Arg	2345	-9.5%	6%	31%
Precio Promedio Globales	28.8	5.0%	5%	-23%

En las últimas dos semanas, los mercados desarrollados tuvieron nuevamente un desempeño positivo, esta vez tanto el Nasdaq como el S&P 500 vieron una suba de 4.6%, alentada por una economía firme y una potencial “pausa” en el ciclo de suba de tasas, así como fuertes perspectivas para las empresas tecnológicas, en especial para aquellas relacionadas con inteligencia artificial, la última moda del mercado. Adicionalmente, se percibe que las grandes megacaps funcionan como una suerte de “safe haven” ante los vaivenes del mercado y la economía.

Por el lado de la renta fija americana, no hubo grandes cambios en el rendimiento del bono a 10 años pero si en el de 2 años que ha tendido al alza en línea con un escenario de tasas altas por mayor tiempo, dada la resiliencia de la economía y presiones inflacionarias que van cediendo pero de forma más lenta a la prevista. Un dato positivo en tal sentido es que el último informe de inflación mostró una tasa interanual de 4%, por debajo del nivel de tasas de referencia vigentes, y además las expectativas de inflación hacia delante han tendido a moderarse y se encuentran en el nivel más bajo desde 2021, en EEUU. Otro es el caso de la eurozona donde la inflación es persistente y la economía ya ha caído en recesión técnica aumentando la presión sobre el Banco Central Europeo.

La semana pasada, el Banco Mundial publicó su última versión del ‘Global Economic Prospects’ donde destacó que “el crecimiento global se desacelerará significativamente en la segunda mitad de este año, con una debilidad que persistirá en 2024. Las presiones inflacionarias persisten y se espera que la política monetaria restrictiva ejerza un impacto sustancial sobre la actividad.”

Las proyecciones de crecimiento mundial del Banco Mundial fueron ajustadas al alza para este año en 0,4 puntos porcentuales. El Grupo ahora proyecta una expansión del PBI global de 2,1% este año; un punto menos que en 2022. Pero 0,4 puntos por encima de su proyección de enero de este año (+2,7%). Sin embargo, este pronóstico podría resultar optimista si las subas de tasas internacionales impactan de manera más fuerte sobre los mercados financieros internacionales. O si el mundo experimenta otro shock negativo como fue el inicio de la guerra en Ucrania el año pasado.

	PIB real (%)						Revisión*	
	2020	2021	2022e	2023f	2024f	2025f	2023f	2024f
Mundo	-3.1	6.0	3.1	2.1	2.4	3.0	0.4	-0.3
Economías avanzadas	-4.3	5.4	2.6	0.7	1.2	2.2	0.2	-0.4
Economías emergentes y en desarrollo	-1.5	6.9	3.7	4.0	3.9	4.0	0.6	-0.2
Asia oriental y el Pacífico	1.2	7.5	3.5	5.5	4.6	4.5	1.2	-0.3
Europa y Asia central	-1.7	7.1	1.2	1.4	2.7	2.7	1.3	-0.1
América Latina y el Caribe	-6.2	6.9	3.7	1.5	2.0	2.6	0.2	-0.4
Oriente Medio y Norte de África	-3.8	3.8	5.9	2.2	3.3	3.0	-1.3	0.6
Asia meridional	-4.1	8.3	6.0	5.9	5.1	6.4	0.4	-0.7
África al sur del Sahara	-2.0	4.4	3.7	3.2	3.9	4.0	-0.4	0.0

* Diferencia en puntos porcentuales respecto de las proyecciones de enero de 2023.

Fuente. Banco Mundial

La principal revisión al crecimiento viene por el lado de Asia, y particularmente India que crece a un ritmo mayor al previsto, permitiendo una mayor revisión al alza para los mercados emergentes. En América Latina se destaca una revisión al alza en México principalmente, y en menor medida en Brasil. En las últimas dos semanas, el índice de mercados emergentes vio un fuerte avance del 6.9% en tanto que el índice de deuda de mercados emergentes subió un 1.4% en el mismo período. El índice CRB de commodities se mantuvo relativamente estable en las últimas semanas y en lo que va del año sólo pierde un 1.3%.

En Argentina, la deuda en dólares vio un fuerte rally en las últimas semanas, sin un driver específico demasiado aparente, principalmente relacionado con cuestiones de flujo. No obstante, es interesante destacar que hay una historia de dos mercados en el caso de Argentina, donde las acciones acumulan un avance importante en lo que va del año. Por caso, si consideramos el etf ARGV, sube un 30% en el año, mientras que la deuda bajo ley internacional apenas sube un 1% en el año, casi en línea con el desempeño de mercados emergentes, sino fuera por una volatilidad muchísimo mayor.

Global X etf Argentina (ARGT)



Fuente. CNCB.

Riesgo país Argentina



Fuente. JPMorgan

Tomando el riesgo país medido por JPMorgan como indicador, la deuda se encuentra en un nivel promedio respecto de los niveles registrados en el último año, donde se llegaron a tocar los 2.900 pbs en la crisis de la deuda en pesos de junio 2022, y así como se perforaron los 1800 pbs en enero con la euforia de principios de año, para ubicarnos actualmente en un nivel cercano a los 2.300 pbs un nivel incompatible con el acceso a los mercados de capitales. De allí que la única esperanza de financiamiento de corto plazo yace en las tratativas multilaterales y bilaterales que encara el gobierno. Por un lado con China buscando ampliar el swap y contar con fondos que se pueda liberar para el pago de importaciones con dicho país, dando aire a las reservas en dólares así como tratativas con el FMI para refinanciar los próximos vencimientos de los días 21 y 22 de junio que ascienden a unos U\$S2.700 millones y que es probable que entren en una suerte de mora negociada con el organismo, como ocurrió en marzo, que buscará renegociar las metas del segundo trimestre antes de aprobar los desembolsos para hacer frente a dichos pagos. Es claro que el organismo no desea permitir que Argentina caiga justo antes de un período de elecciones por lo cual se continuará viendo una situación de inusitada benevolencia respecto de acuerdos pasados. Es esperable que para los primeros días de julio la situación quede normalizada.

VENCIMIENTOS CON EL FMI

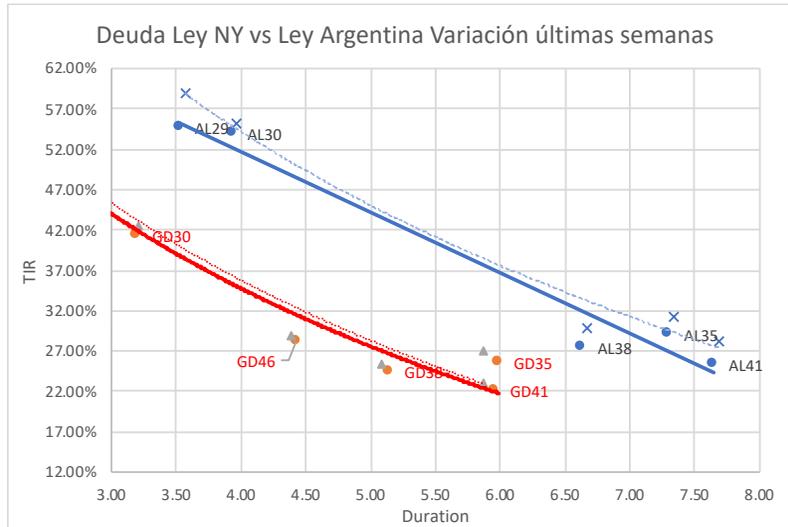
En millones de dólares. Junio - diciembre 2023

TOTAL 2023	11.230
JUNIO (2 vencimientos)	2.675
21 de junio	913
22 de junio	1.762
JULIO (3 vencimientos)	2.623
7 de julio	1.295
14 de julio	647
28 de julio	681
AGOSTO (1 vencimiento; el 01/08)	785
SEPTIEMBRE (1 vencimiento; el 21/09)	913
OCTUBRE (3 vencimientos)	2.623
6 de octubre	1.295
12 de octubre	647
30 de octubre	681
NOVIEMBRE (1 vencimiento; el 1/11)	696
DICIEMBRE (1 vencimiento; el 21/12)	913

Fuente: datos propios en base a FMI

En términos de la deuda en dólares, a pesar de un panorama escaso de dólares y donde en julio se deberá afrontar adicionalmente unos U\$S 1.000 millones por los pagos correspondientes a los bonos globales y bonares, la deuda ha tenido un fuerte rally, con una suba promedio para los Globales de 5% en las últimas dos semanas y de 9% para los relegados bonares. Aún así, estamos hablando de

títulos cuyo precio promedio para los Globales se ubica en niveles de U\$S 28.8 mientras que para los Bonares el precio promedio ronda los U\$S 25.8 , precios que descuentan escenarios muy negativos, incluso una reestructuración. Desde estos niveles luce poco probable ver bajas demasiado pronunciadas si se piensa en un escenario de cambio político hacia un modelo más pro mercado en el mediano plazo. No obstante, todavía resulta temprano para esbozar análisis políticos dado que el cierre de listas es el 24 de junio.



Un tema que sigue llamando la atención es la relación entre el Global 2030 y Bonar 2030, títulos cuya única diferencia es de legislación, con iguales cupones y estructura, donde el Bonar suele verse castigado por ser el título que se utiliza para intervenir en el mercado, resultando en una cotización que presenta una brecha de casi 30% respecto del Global. Es decir, el Global 2030 cotiza CASI UN 30% por encima del Bonar 2030, una brecha que luce exagerada de mediano plazo, y que está por encima del promedio del último año, y que si bien puede mantenerse mientras existan ciertas regulaciones, e intervención, de mediano plazo, no parece razonable, por lo cual podría ser una estrategia interesante para quien busque dolarizarse y tolere la volatilidad de un título público.

Relación GD30 -AL30



Fuente: Bloomberg

Mercado de deuda en pesos

El jueves 8 se llevó a cabo un canje de deuda que buscaba despejar los vencimientos hasta fin de año. Los títulos elegibles sumaban \$9.544.523 millones, de los cuales se canjearon \$7.430.921 millones. En total el MECON consiguió refinanciar 72,8% de los vencimientos pendientes hasta septiembre de este año. Sin embargo, se estimaba que alrededor del 70% de las tenencias estaban en manos de organismos públicos, por lo que la adhesión de los privados habría sido menor al 30%. Los títulos elegibles eran leDes, Lecer, duales y Dólar linked con vencimientos desde junio a septiembre y se ofrecían a cambio nuevos títulos indexados o bien nuevos duales con vencimiento en 2024 o 2025, es decir, siempre opciones indexadas ya fuera a tipo de cambio o a dólar oficial.

El canje en detalle

Instrumento	Vencimiento	Valor Técnico por cada VNO \$1,000	Monto por vencer*	Nuevo instrumento	Vencimiento	Plazo en días
LECER - X16J3	16-jun.-23	1,801.60	510,431	BONCER	13-dic.-24	549
DUAL - TDL23	31-jul.-23	252,833.77	3,407,275	DUAL	30-ago.-24	444
				DUAL	29-nov.-24	535
				BONCER	13-dic.-24	549
LECER - X18L3	18-jul.-23	1,206.30	674,799	BONCER	13-dic.-24	549
DL - T2V3	31-jul.-23	1,000.00	567,057	DUAL	30-ago.-24	444
				BONCER	13-dic.-24	549
LEDE - S31L3	31-jul.-23	1,000.00	99,051	BONCER	13-dic.-24	549
BONCER - T2X3	13-ago.-23	4,525.67	2,820,010	BONCER	13-dic.-24	549
DUAL - TDS23	29-sep.-23	253,353.57	2,558,827	DUAL	30-ago.-24	444
				DUAL	31-ene.-25	598
				BONCER	13-dic.-24	549

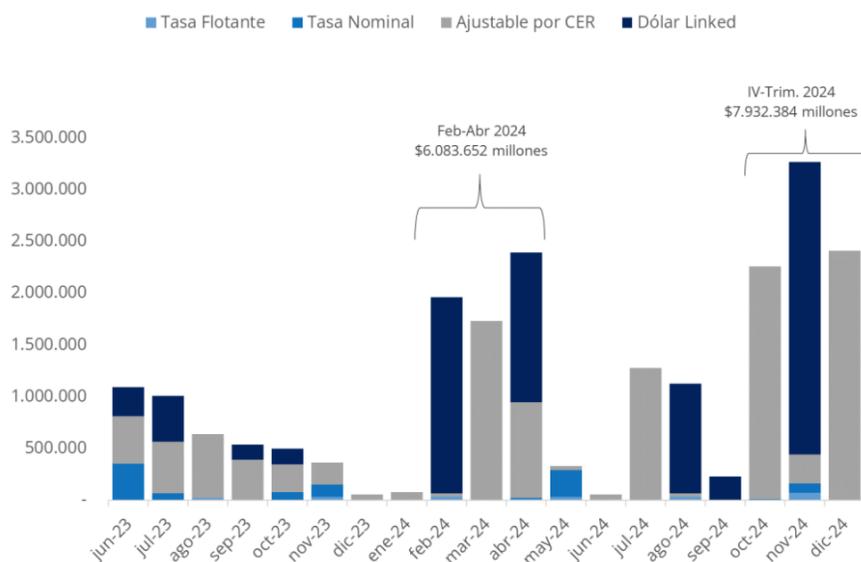
*En millones de AR\$

S&P bajó la calificación de la deuda argentina en moneda local de CCC- a SD (“default selectivo”), alegando que el canje se dio en un contexto de “distress”. No es novedad. Ha pasado en canjes anteriores.

Después de la operación de conversión de deuda, los vencimientos del mercado de deuda en pesos lucen más manejables como se observa en el cuadro a continuación, con el principal desafío de corto plazo en junio y julio cuando vence \$1 billón aproximadamente mientras que luego el principal desafío será en los meses de febrero a abril 2024, apenas haya asumido el próximo gobierno.

VENCIMIENTOS DE DEUDA EN MONEDA LOCAL

En millones de pesos. Junio 2023 – diciembre 2024.

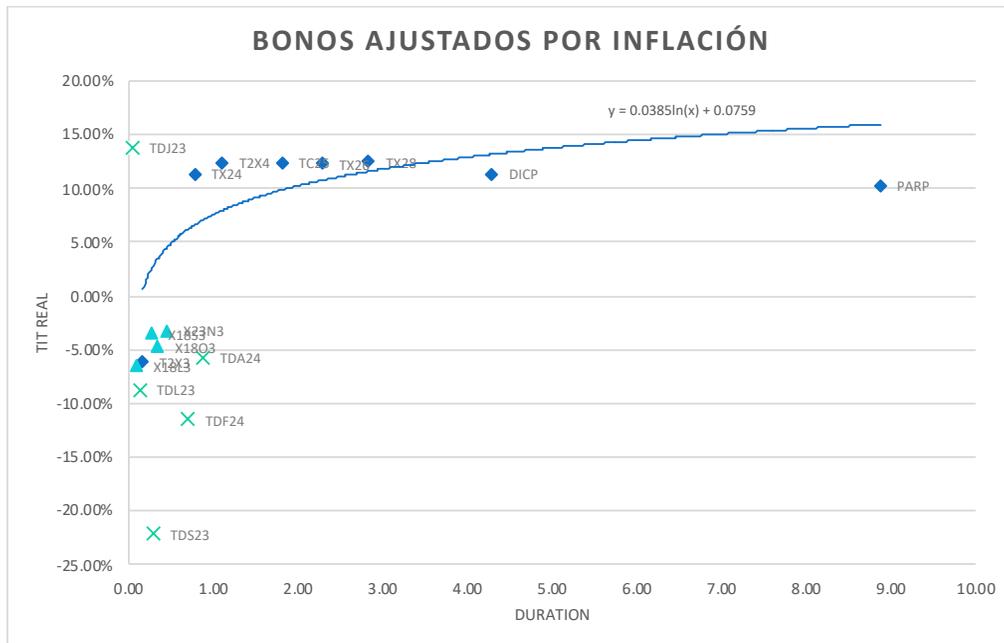


Fuente: datos propios en base a Ministerio de Economía y estimaciones propias.

Por otra parte, hoy se lleva a cabo la primer licitación de junio, buscando renovar el remanente de la Lecer X16J3, por \$430.000 millones, totalmente en manos del sector público y para ello se ofrecen

Lecer de Septiembre, octubre y noviembre así como TV24 y Dual de agosto 2024 TDG24, así como las clásicas Lelites exclusivas para FCI.

En cuanto al desempeño del mercado de deuda en pesos en las últimas dos semanas, se observa una profundización de las curvas indexadas que se han hundido aún más en terreno negativo, particularmente en la parte más corta, mientras que la parte media y larga de la curva CER también vio una importante compresión con rendimientos que ya no llegan al 12% cuando hace algunas semanas orillaban el 14%. Las subas más importantes se dieron en los títulos de larga duración como Pares y Discos que despertaron del olvido, con subas de dos dígitos.



En cuanto a las Lecer, la preferencia por los activos indexados sigue motivando una fuerte compresión de rendimientos en las últimas dos semanas, reduciendo su atractivo ya que las tasas reales de las letras de julio y septiembre pasaron de -4.42% y 0.36% respectivamente a -4% y -3%, mientras que octubre también ahora esboza un rendimiento negativo de casi 4% respecto de una tasa real de 1.3% hace dos semanas.

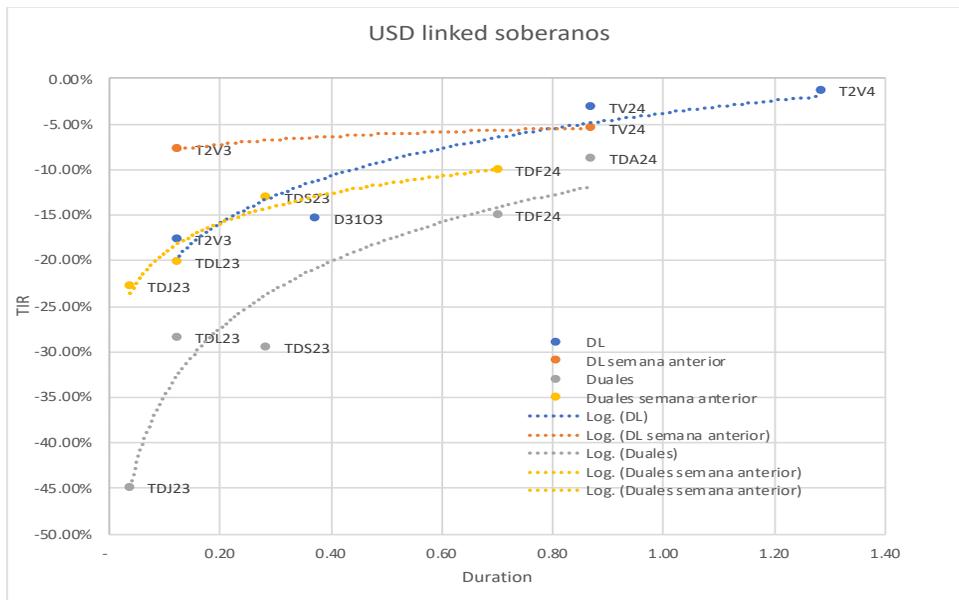
Especie	Fecha de Emisión	Fecha de Pago	CER Inicial	Plazo al Vto (Días)	Monto (*) Capitalizado	Cierre (PPT, T+2)		Rendimiento del Período	TNA	TIR (*)
						Fecha	\$ c/ VN 100			
X16J3	31-Ago-22	16-Jun-23	55.5275	1	181.10	13-Jun-23	180.700	0.22%	80.29%	123.00%
X18L3	27-Mar-23	18-Jul-23	82.9314	33	121.26	13-Jun-23	121.700	-0.37%	-4.04%	-3.97%
X18S3	30-Sep-22	18-Sep-23	59.4965	95	169.02	13-Jun-23	170.350	-0.78%	-3.01%	-2.97%
X18O3	19-May-23	18-Oct-23	93.8582	125	107.14	13-Jun-23	108.600	-1.35%	-3.93%	-3.88%
X23N3	31-May-23	23-Nov-23	96.2079	161	104.52	13-Jun-23	104.500	0.02%	0.05%	0.05%
CER Fecha de cálculo		100.5589								

En cuanto a las Ledes, se mantuvieron niveles en torno a 95% de TNA para la letra de junio y 92% para la letra de julio.

Especie	Fecha de Emisión	Fecha de Pago	Plazo al Vto (Días)	Monto al Vto	Cierre (PPT, T+2)		Rendimiento del Período	TNA	TIR	DM (días)
					Fecha	\$ c/ VN 100				
S30J3	6-Ene-23	30-Jun-23	15	100	13-Jun-23	96.240	3.91%	95.07%	154.11%	6
S31L3	27-Mar-23	31-Jul-23	46	100	13-Jun-23	89.550	11.67%	92.59%	140.08%	19
Tasa mínima PF Sector Privado 30 d (*)			Fecha:	13-Jun-23	Valor 97.00%					

La inflación sorprendió a la baja en mayo, dado que salió 7.8% cuando se esperaba un 9% de acuerdo al REM; y después de revisiones al alza después del 8.4% de abril.

En cuanto a los activos duales, y dólar linked, las curvas continuaron desplazándose hacia abajo, mostrando el interés por la cobertura de tipo de cambio oficial, con ambas curvas ganando pendiente en la parte más corta.



En cuanto al ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial, en la última semana el BCRA mantiene un ritmo cercano al 88%, por debajo del nivel de tasas de referencia.

En rofex, los futuros tendieron levemente a aplanarse y al alza, donde la parte corta ve una TNA de 110% mientras que la larga se ubica en 192% respecto de 182% hace dos semanas.

Ajuste de Dólar Rofex	14 jun 2023	Tasa Implícita
Cierre del día (Precio Spot)	247,8000	
Junio	260,0000	112,31%
Julio	289,8000	131,63%
Agosto	329,2500	153,81%
Septiembre	365,0000	161,34%
Octubre	400,1500	161,44%
Noviembre	436,3500	164,34%
Diciembre	498,0000	186,13%
Enero 2024	554,2000	195,37%
Febrero 2024	596,2500	197,41%
Marzo 2024	629,0500	195,67%
Abril 2024	670,0000	193,73%
Mayo 2024	708,0000	192,57%

Views de mercado

El contexto global se ve afectado por una tendencia a la desaceleración pero con una inflación resiliente que complica a la política monetaria de los países desarrollados. La Fed entró en modo “pausa” pero podría haber subas adicionales antes de fin de año dependiendo de la información económica que se vaya conociendo.

Argentina entró en junio en una marcada nota electoral, con característico ruido antes dos fechas claves que ayudarán a delinear el panorama político, la definición de los candidatos (14 de junio) y el cierre de las listas (24 de junio), que tanto afecta a la perspectiva de mediano plazo. Con un mercado de acciones ya en los USD 780 de Merval, rendimientos negativos en instrumentos dólar linked e indexados de corto plazo, tal vez el Bonar 2030 podría ser un refugio para quien busca cobertura del tipo de cambio y hacer una apuesta de mediano plazo, al tener una paridad en torno al 23% y mostrar una brecha de 29% respecto al Global 2030, siempre que se esté dispuesto a tolerar elevada volatilidad.

El refugio para evitar la volatilidad en este contexto es la deuda corporativa en dólares, en particular de sector de energía. Pueden ser interesantes los Capex 2024, CGC 2025 e YPF 2025. En cuanto a alternativas de cobertura, pagarés dólar linked pueden ser una buena opción si no se requiere liquidez.

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 y agente de liquidación y compensación propio, 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.