

Informe de Mercado

HIGHLIGHTS

- En EEUU, se dio una nueva suba de la tasa de fondos federales por parte de la Reserva Federal a un rango a 5.25% a 5.5%, y esta dejó la puerta abierta a alguna nueva suba adicional. Por otra parte, comenzó la temporada de ganancias y el mercado sigue atento los reportes en un contexto donde las expectativas son altas.
- China volvió a crecer por arriba del 6% en el segundo trimestre, mejorando el panorama para los países emergentes.
- Argentina sigue ansiosa a la expectativa de novedades respecto de la negociación con el FMI, después de haber tomado una serie de medidas para moderar la pérdida de reservas del BCRA. Se acaba el tiempo para firmar antes del vencimiento de la semana que viene de USD 3.400 millones, que podría volver a pagarse en yuanes.
- Esta semana se llevará a cabo la segunda licitación del Tesoro del mes.
- La inflación de junio sorprendió a la baja, por ahora resulta improbable que esta tendencia se repita en julio.

	Actual	2 semanas	YTD	2022
S&P 500	4560	1.7%	19%	-19%
NASDAQ	14088	1.1%	35%	-33%
Tasa Fed Funds *	5.25%	-	75	400
UST 2 *	4.88%	14	46	372
UST 10 *	3.87%	-	(1)	237
ETF acciones emergentes	41.18	1.4%	9%	-34%
ETF bonos emergentes	87.2	0.9%	3%	-27%
Riesgo País Arg	1951	-1.5%	-12%	31%
Precio Promedio Globales	34.58	1.3%	26%	-23%

* Var pbs

En las últimas dos semanas, los mercados desarrollados tuvieron nuevamente un desempeño positivo, pero en esta ocasión fueron el Dow y el S&P 500 los índices de mejor desempeño, dejando por último al Nasdaq. El outperformance en lo que va del año de las megacaps tecnológicas lleva implícitas altas expectativas de resultados que se evaluarán en las próximas semanas. Hasta el momento con un 18% de las empresas habiendo reportado ganancias, un 75% mostró una sorpresa positiva en términos de EPS mientras que un 61% de empresas reportó una sorpresa positiva en términos de ingresos. En términos de valuación el forward P/E ratio del S&P 500 se ubica en 19.5, un nivel que se encuentra por arriba del promedio de tanto 5 (18.4) como 10 años (17.4).



En cuanto al mercado de deuda, la Fed volvió a subir las tasas en un cuarto de punto y dejó la puerta abierta a alguna nueva suba adicional. Todo dependerá de los datos macro de las próximas semanas. El sendero esperado de tasas apunta a una posibilidad de una suba adicional en el año para empezar a ver recortes hacia entrado el 2024, y que termine la tasa en 4% en diciembre 2024.

TASA, PRECIOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 1 AÑO

En %, Junio 2013 – Junio 2023.

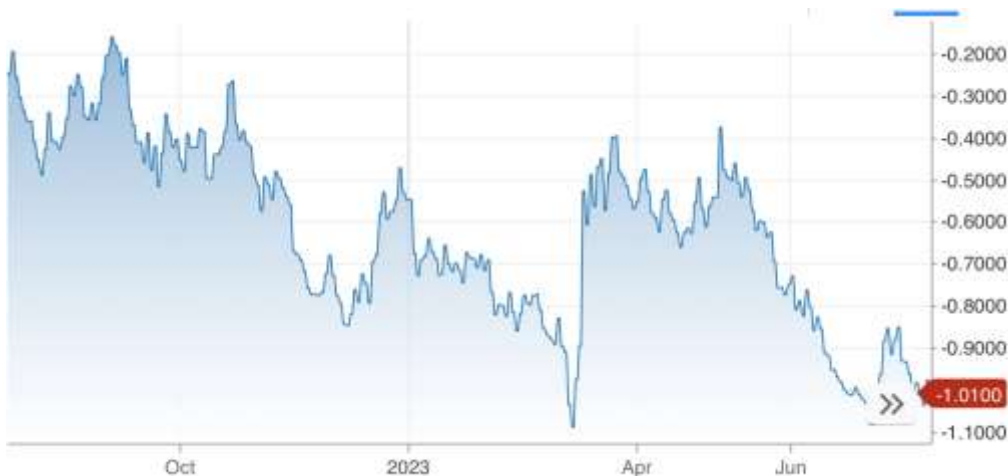


Fuente: datos propios en base a BLS y FRED.

Con estos movimientos en la tasa y las expectativas de inflación, la tasa de interés real ex – ante se ubicó en 1,2%, su tercer mes consecutivo en terreno positivo. Justamente reflejando el tinte contractivo de la política monetaria. Algo que esperamos se sostendrá por lo menos hasta mediado de 2024. Dado el sendero actual proyectado para la Fed Funds y asumiendo que la baja en las expectativas de inflación se sostiene al ritmo actual, esto significaría que la tasa de interés real convergería al 2,5% cerca de fin de año.

En cuanto al mercado de deuda, el rendimiento del bono a 2 años ha tendido a subir 14 pbs en las últimas dos semanas a 4.88% , anticipando una nueva suba de la Fed, mientras que el título a 10 años se ha mantenido prácticamente sin cambios en este lapso en 3.87%. De esta manera, entre el título de 2 y 10 años se volvió a mostrar un spread de más 100 pbs, apuntando a la posibilidad de una recesión, que se teme hace tiempo, sin evidencias por el momento. Algunas explicaciones de por qué todavía no se ve una recesión cuando los indicadores de gerentes de compras y del sector manufacturero vienen hace tiempo apuntando en tal sentido podría relacionarse por los cambios y disrupciones introducidas en la pandemia, por lo cual podría verse recesiones “sectoriales” mientras otros sectores como servicios evidencias fuerte demanda, tal como es el caso del turismo.

Spread entre el bono de 10 y 2 años americano



De todas maneras, el fin de la suba de tasas en EEUU luce cercano, cuestión que junto con un crecimiento que si bien estuvo por debajo de las expectativas volvió a superar el 6% en China en el segundo trimestre, alienta un mejor desempeño de los mercados emergentes. En las últimas semanas, los mercados emergentes vieron una suba promedio de 1.4% mientras que la deuda emergente subió un 0.9% en el mismo período, considerando el comportamiento de los etfs EEM y EMB respectivamente.

Argentina

En las últimas dos semanas, la mayor parte de la discusión económica en Argentina pasó por las novedades respecto del acuerdo con el FMI, que se anuncia próximo, aún sin concretarse. El 31 de julio Argentina debe pagar USD 3.400 millones al organismo, y se acaban los tiempos para cerrar el acuerdo antes de dicho vencimiento. Es de esperar que nuevamente se vuelva a cancelar la deuda con yuanes, como se hizo en junio. Ello llevaría a las reservas internacionales netas, que se estiman actualmente en torno a los -USD 8.000 millones a niveles aún más negativos. Massa afirmó ayer que los desembolsos llegarán en su mayor parte después de las PASO y luego en noviembre. A pesar de las postergaciones en llegar a un acuerdo con el FMI, se estima que se concretará por la necesidad de mantener el status quo previo a las elecciones. De hecho, el último fin de semana se dieron a conocer una serie de medidas destinadas a preservar las reservas y mejorar la oferta de divisas. Al hacerlo con impuestos, el gobierno también se hace con recaudación que para sostener el gasto en medio de la campaña electoral. Aunque a expensas de subas en los precios de algunos bienes y de menor actividad económica. Las medidas impositivas sobre las importaciones incluyen:

- Bienes. Se generaliza el impuesto PAIS al 7,5% para todos los bienes, excepto: (i) importaciones temporales (es decir aquellas importaciones destinadas a productos que se exportan); (ii) medicamentos, (iii) bienes suntuarios, que ya pagan el 30%, (iii) combustibles, bienes vinculados a la generación de energía, así como insumos y bienes intermedios vinculados a la canasta básica alimentaria. Esta percepción incluye además a las importaciones a zonas francas y áreas aduanera especiales (Tierra del Fuego).
- Servicios. Se generaliza el impuesto País al 25% para todos los servicios, excepto: (i) fletes (7,5%); (ii) salud y educación (exentos), y; (iii) recitales, que ya paga el 30%.
- Además, se unifican los impuestos y percepciones para el Dólar Ahorro y el Dólar Tarjeta, que en la práctica unifican los valores en estos mercados en el valor más alto (por encima de los 490 por dólar).

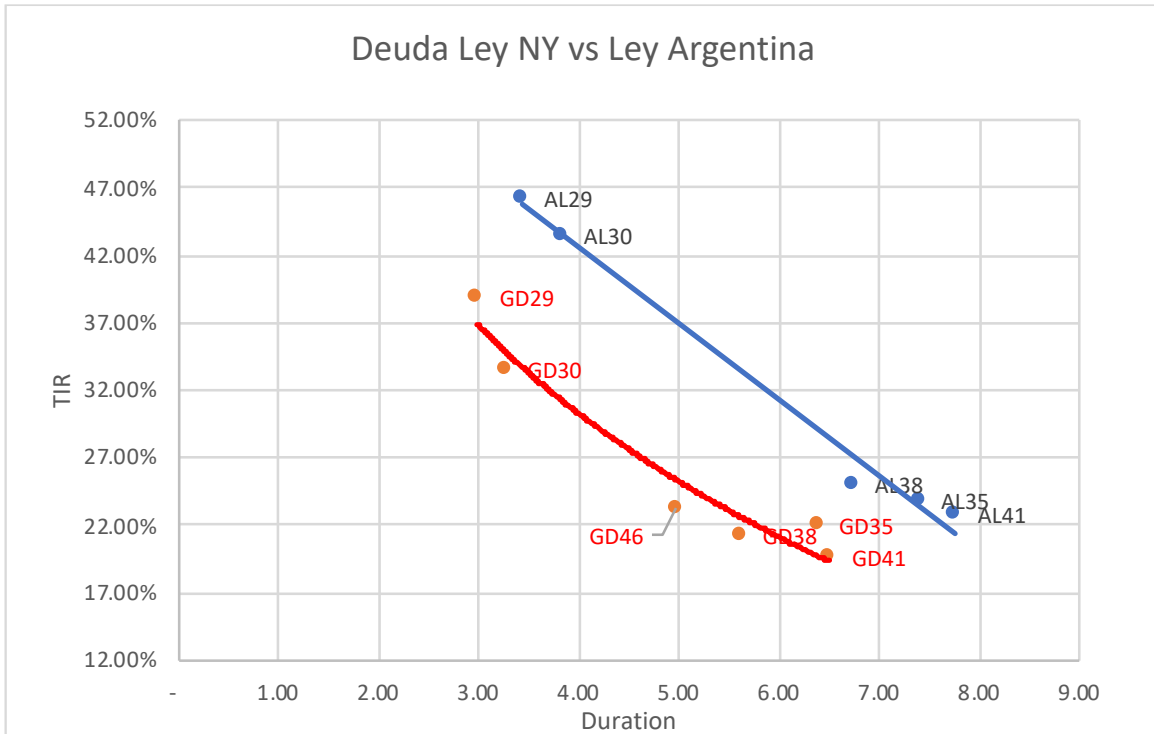
Por otra parte, a través del Decreto 378/23, el Poder Ejecutivo implementó un nuevo Dólar Agro de \$340 hasta el 31 de agosto del 2023, que incluye a economías regionales (las cuales tenían un tipo de cambio diferencial de \$300 hasta el 31 de agosto) y, según lo anunciado, también incluirá al maíz (lo que requerirá una modificación de la normativa por parte de la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca).

Riesgo país Argentina



Fuente: JPM

El riesgo país en las últimas dos semanas mostró una reducción del 1.5% pero no sin volatilidad, como se observa en el gráfico. En cuanto a las curvas, la deuda bajo ley internacional mostró un mejor desempeño con una suba promedio de 1.3% en el precio de los Globales a 34.58 mientras que la curva local tendió a ver una marginal baja promedio con el AL30 volviendo a ver una ampliación de su spread respecto del GD30, que pasó del 20% hace dos semanas, a un 25% actualmente.



Si bien con una visión de mediano plazo, las paridades de la deuda argentina son muy bajas, considerando el desempeño en lo que va del año, y ante un panorama poco claro en las próximas PASO del 13 de agosto, tal vez pueda ser momento de tomar ganancia en ciertas posiciones y esperar afuera para quien no soporte la volatilidad, o bien quien quiera mantenerse invertido podría hacerlo en títulos de alto rendimiento corriente como el GD35 en la curva Global (arriba del 11%) además de ser el bono de menor paridad en esa curva.

Mercado de deuda en pesos

En cuanto a la deuda en pesos, el dato de inflación de junio que salió fuertemente por debajo de lo previsto afectó al mercado. Se esperaba un dato arriba de 7% para junio y salió 6% beneficiado por cuestiones estacionales puntuales. Si bien se ha tendido a ver una marginal moderación en las expectativas de inflación hacia adelante no luce probable que se repita lo acontecido con la inflación de julio, que se prevé en torno al 7%.

Las curvas de letras indexadas vieron un fuerte ajuste en las últimas dos semanas, ya que las letras indexadas de septiembre y octubre pasaron de rendir 1.99% y 2.13% real entonces a un 10.5% y 6.85% actualmente.

Especie	Fecha de Emisión	Fecha de Pago	CER Inicial	Plazo al Vto (Días)	Monto (M) Capitalizado	Cierre (PPT, T+2)		Rendimiento del Periodo	TNA	TIR (M)
						Fecha	\$ c/ VN 100			
X1853	30-Sep-22	18-Sep-23	59.4965	53	188.02	25-Jul-23	185.200	1.52%	10.47%	10.95%
X1803	19-May-23	18-Oct-23	93.8582	83	119.18	25-Jul-23	117.350	1.56%	6.87%	7.05%
X23N3	31-May-23	23-Nov-23	96.2079	119	116.27	25-Jul-23	115.350	0.80%	2.45%	2.47%
CER Fecha de cálculo		111.8625								

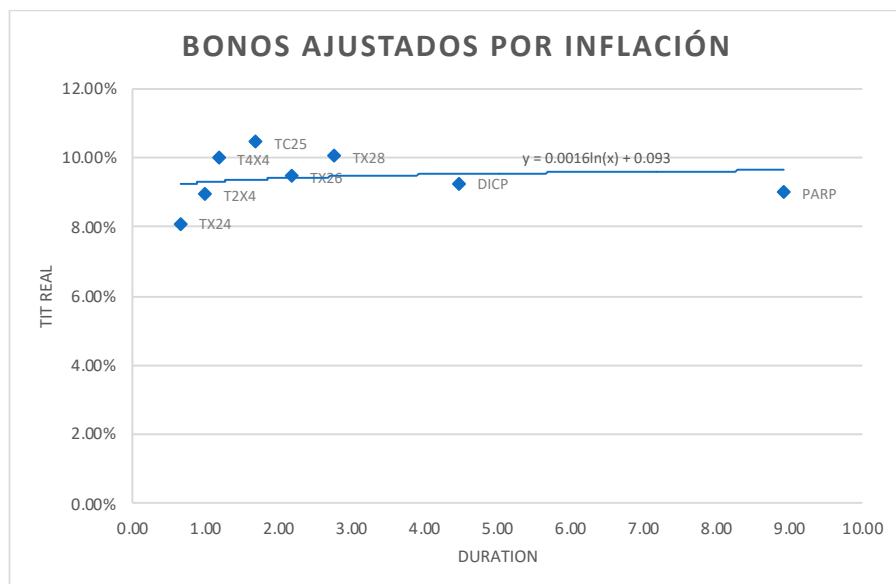
En tanto, en la licitación de mediados de julio el gobierno logró volver a colocar una LeDe a descuento al 31 de octubre con una TNA de 99% que fue el título que recibió mayor demanda. Y actualmente se mantiene con un rendimiento similar.

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			
S31L3	27-Mar-23	31-Jul-23	4	100	25-Jul-23	99.200	0.81%	73.59%	108.12%
S31O3	18-Jul-23	31-Oct-23	96	100	25-Jul-23	79.320	26.07%	99.13%	141.30%

Tasa mínima PF Sector Privado 30 d (*) Fecha: 25-Jul-23 Valor 97.00%

En dicha licitación, el Tesoro captó \$ 742.000 MM, frente a vencimientos por \$ 620.000 MM. Mañana se llevará a cabo la segunda licitación del mes, para la cual se ofrecerán: las tradicionales Lelites para FCI; se reabrirá la Lede a octubre, Lecer a noviembre 2023, en materia de títulos dólar linked se ofrecerán TV24 y T2V4 mientras que en materia de títulos indexados se ofrecerán T2X4 y T2X5.

La curva CER más allá de las letras que vencen este año se presenta plana, después del dato de inflación de junio, siendo sólo los duales los títulos que todavía lucen caros respecto de los CER puros.



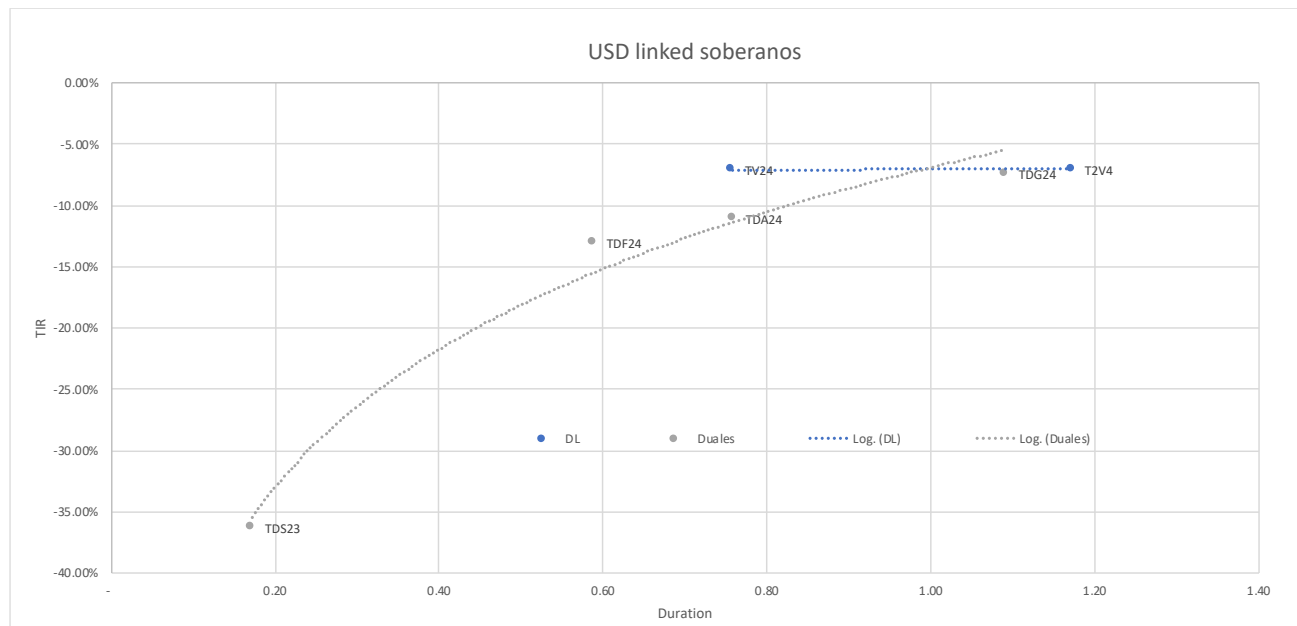
En cuanto a la situación cambiaria, el BCRA acumula una pérdida superior a los USD 13.000 millones en el año y se estima que las reservas internacionales netas rondan los -USD 8.000 millones. De allí que el BCRA no tiene margen para dejar el tipo de cambio oficial demasiado atrasado. Sin embargo, en las últimas dos semanas, ha agregado volatilidad al ritmo de depreciación del crawling peg que pasa de un ritmo mensualizado de 5% al 7% y luego vuelve a desacelerarse.

Después de las medidas del fin de semana, la expectativa de devaluación de corto plazo se redujo y la pendiente de la curva de futuros de Rofex aumentó por tanto baja en la tasa corta de julio como suba en los futuros largos, dejando tasas que van de 96% para julio al 195% para junio 2024.

Ajuste de Dólar Rofex	26 jul 2023	Tasa Implícita
Cierre del día (Precio Spot)	272,4000	
Julio	276,0000	96,48%
Agosto	320,4000	178,66%
Septiembre	360,0000	180,58%
Octubre	402,5000	179,72%
Noviembre	443,0000	180,00%
Diciembre	513,9000	207,43%
Enero 2024	565,0000	207,44%
Febrero 2024	609,0000	206,89%
Marzo 2024	647,5000	205,15%
Abril 2024	680,0000	195,76%
Mayo 2024	716,0000	191,74%
Junio 2024	765,0000	195,28%

En cuanto a los activos dólar linked, la curva descuenta un ajuste en el tipo de cambio menor al previsto por los analistas, por lo cual las correcciones en esta curva con miras de mediano plazo pueden

ser de interés para quienes deban invertir en pesos y estimen que no será manejable la refinanciación de los vencimientos en 2024.



Deuda corporativa

Capex anunció un canje de deuda de su bono hard dollar 2024, ofreciendo dos alternativas en la etapa temprana, como es habitual, una opción A con efectivo -cuyo monto dependerá de la participación -y títulos, y una opción B, totalmente en nuevos títulos a un ratio de 1.04 en la etapa temprana. Los nuevos títulos tendrán un cupón de 9.25%, una importante mejora respecto del 6.875% de los Capex 24 actuales, y amortizarán en ocho cuotas semestrales a partir de febrero de 2025. Hay opción de rescate a opción de emisor a partir de 2025 con una prima en ese año y a la par en 2026. El vencimiento de los títulos nuevos será el 25 de agosto de 2028. **La oferta temprana vence el 4 de agosto** a las 17 hs de la ciudad de Nueva York, pero los custodios suelen anticipar el deadline 48hs, mientras que la oferta tardía vence el 18 de agosto a las 23.59, hora de NY. La oferta en su etapa tardía resulta sólo en un canje de títulos en una ratio 1 a 1, y no hay opción de efectivo, ni prima en títulos.

Considerando la oferta, la mejora en el perfil de vencimientos del emisor, y los rendimientos de otros títulos comparables del sector, el nuevo título podría rendir 10% o algo menos, por cuanto la opción B temprana de sólo recibir títulos luce atractiva para quien busque mantener exposición, o bien la opción A temprana para quien busque reducirla.

Views de mercado

El mundo desarrollado mantiene el sesgo contractivo de la política monetaria y las subas de tasas esperadas, aunque parece empezar a observarse cierta moderación en la inflación, aunque con cierta resiliencia en servicios. Es alentador que las expectativas de inflación también se están moderando en gran parte del mundo desarrollado.

Argentina se acerca con un mercado en relativa calma a las PASO a pesar de que todavía no se encuentran formalmente cerradas las negociaciones con el FMI y en días se deberá hacer frente a un nuevo pago que hundirá las reservas internacionales netas más allá de -USD 10.000 millones. Sin embargo, el mercado descuenta un final feliz con el FMI, debido a la necesidad de enfrentar el período electoral con los menores sobresaltos posibles.

En este contexto, consideramos que después del rally visto en las últimas semanas es probable se vea un impasse. Aún así, la deuda sigue siendo el sector más rezagado frente a un cambio como el esperado. Tal vez se pueda tomar alguna ganancia en vista de una potencial mayor volatilidad frente a las PASO en agosto o bien estacionarse en un título de alto rendimiento corriente como un GD35% en deuda ley internacional o AE38 en deuda bajo ley local para quien quiera mantener exposición.

En materia de títulos indexados, las LECER cortas sirven para quien con pesos busca cobertura de inflación mientras que quien tenga alguna postura más agresiva podría considerar el TV24 de cara a un ajuste en el tipo de cambio en una nueva administración.

El refugio para evitar la volatilidad en este contexto es la deuda corporativa en dólares, en particular de sector de energía. La curva de YPF todavía presenta alguna alternativa interesante así como YPF Luz.

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 Agente de Negociación y Agente de Liquidación y Compensación propio matrícula CNV Nro. 719, regulado por la Comisión Nacional de Valores. 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.