

## Informe de Mercado

### HIGHLIGHTS

- En EEUU, el reporte del empleo de agosto mostró solidez llevando a las tasas de los Treasuries a volver a testear niveles por arriba de 4.2% impactando en los mercados de riesgo en los últimos días. A ello se suma la postura dura de Powell en Jackson Hole, apuntando a perspectivas de una nueva suba de tasas en 2023 y bajas recién a partir de mayo 2024. En este contexto, el dólar se ha apreciado fuertemente en los últimos dos meses.
- En Argentina se conocieron detalles de la letra chica del acuerdo con el FMI, se anunció un nuevo dólar soja mientras se conocen los primeros índices de precios de agosto en línea con estimaciones de dos dígitos. El Tesoro realizó una licitación de títulos fuera de cronograma el viernes pasado y logró financiamiento neto. El mercado de deuda en pesos continúa demandando cobertura por inflación y devaluación mientras se esbozan los posibles escenarios hacia delante.

#### Resumen de Mercados

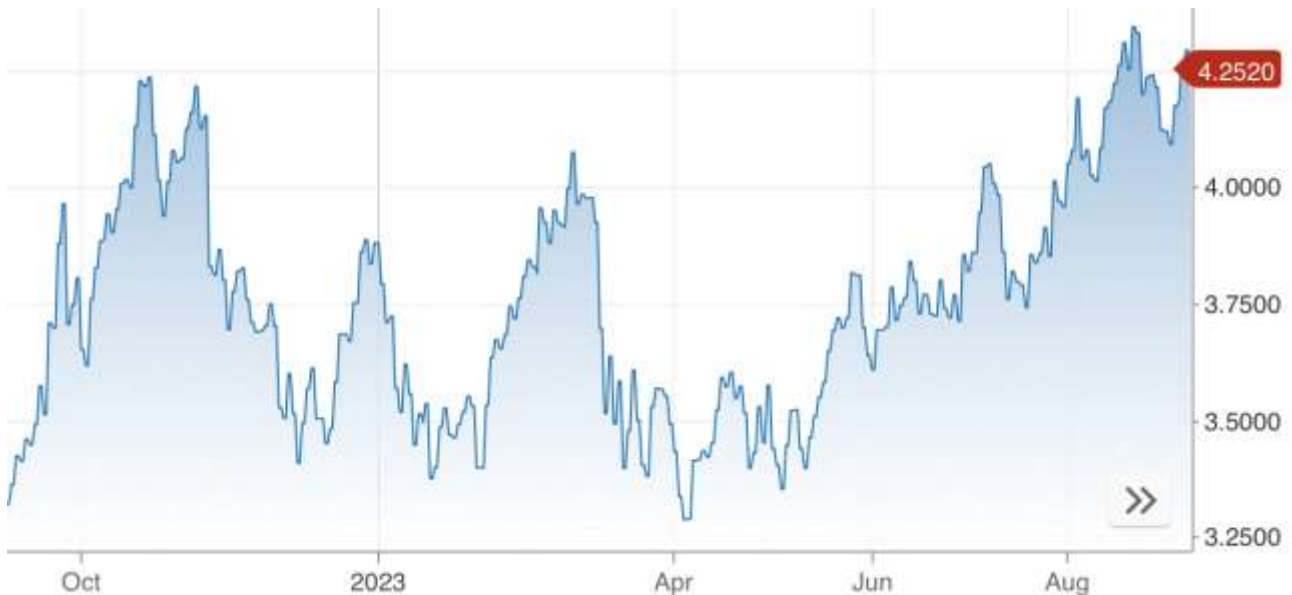
	Actual	2 semanas	YTD	2022
S&P 500	4451	1.7%	16%	-19%
NASDAQ	13748	2.1%	31%	-33%
Tasa Fed Funds *	5.50%	-	100	400
UST 2 *	4.95%	(5)	53	372
UST 10 *	4.25%	1	37	237
ETF acciones emergentes	38.63	-0.8%	2%	-34%
ETF bonos emergentes	84.64	-0.2%	0%	-27%
Riesgo País Arg	2143	4.5%	-3%	31%
* Var pbs				

En las últimas semanas, las bolsas americanas tuvieron un desempeño positivo, con una suba de 1.7% para el S&P 500 y del 2.1% para el Nasdaq en un contexto dominado por la expectativa de que la economía americana logre el ansiado aterrizaje suave sin caer en una recesión. Los más recientes indicadores todavía muestran solidez en el empleo. Ajustado por estacionalidad, el empleo aumentó en 187.000 personas en agosto, más que en julio y junio. Y al mismo tiempo aumentó la tasa de participación laboral; del 62,6% al 62,8%. La razón detrás de esta mayor participación laboral es que se va diluyendo el impacto de la asistencia social que dio el gobierno en 2020 y 2021, una suma equivalente a 26% del PBI a sostener la demanda agregada en ese tiempo. Eso generó un ahorro para las personas que les permitió no retornar al mercado laboral inmediatamente, sino posponer la decisión. Sin embargo, la aceleración inflacionaria y el propio agotamiento de esta reserva van forzando un retorno a la normalidad en la fuerza laboral, lo que es positivo para la producción.

Por otra parte, también se conoció que el crecimiento del segundo trimestre fue corregido a la baja, a un 0.5% desestacionalizado en el período abril junio respecto al trimestre anterior. Y si bien es una corrección a la baja, las estimaciones del tercer trimestre muestran un repunte, y hay que considerar la magnitud de la restricción monetaria que está aplicando la Fed. Con la tasa de referencia en el rango 5,25%-5,50%, alcanza el nivel más alto desde 2007 (previo a la crisis sub-prime de 2008). Pero además hay que tener en cuenta que la mediana de la tasa de inflación esperada para los próximos doce meses se encuentra en 3,5%, según datos de la Fed de Nueva York. De esta forma, la tasa de interés real ex ante se ubica en torno al 2%, marcando la mayor restricción en década y media.

En las últimas dos semanas, el rendimiento de los títulos de 10 años casi no vio variación punta a punta, pero tuvo mucha mayor volatilidad como se observa en el gráfico siguiente, ya que de superar 4.3% hace dos semanas cayó por debajo de 4.10% para volver a subir.

#### Rendimiento de los Títulos a 10 años del Tesoro americano



En tanto, la tasa a 2 años subió cayó 5pbs a 4.95%, pero también vio una volatilidad de más 20 pbs en las últimas semanas, en las que se movió en un rango entre 5.05% y 4.85%. En tanto, en materia de las expectativas de subas de tasas, se espera con moderada probabilidad una suba adicional tal vez en noviembre, dado que se descuenta que no haya cambios en septiembre, y recién hacia mayo de 2024 podrían verse recortes de tasas. En este contexto, el dólar ha recuperado su fortaleza, en especial en los últimos dos meses, volviendo cerca de los mayores niveles del año.

#### INDICE DXY



En cuanto a los mercados emergentes, la fortaleza del dólar amenaza la dinámica de los activos de mercados emergentes, y en este período se vio una caída del 0.2% para la deuda emergente, reflejada en el etf EMB en tanto las acciones emergentes cedieron un 0.8% en el mismo período, por detrás del desempeño de los mercados desarrollados.

### Argentina

Argentina tendió a ver una fuerte recuperación tanto en los mercados de bonos como de acciones hasta fines de la semana pasada, mientras que esta semana empezó con tomas de ganancias y moderaciones en los dólares financieros, así como correcciones en los activos dólar linked de la mano del anuncio de un nuevo dólar soja.

El 5 de septiembre se oficializó mediante su publicación en el Boletín Oficial. Esta cuarta versión tiene algunos cambios respecto a las tres anteriores. Una cuarta parte de lo liquidado se permitirá hacerlo y mantenerlo al dólar libre, mientras que el resto deberá hacerse en el MULC. Dado el valor del dólar implícito, el precio de realización rondaría los \$ 455, y ayudaría a recomponer reservas. Desde la devaluación del 14 de agosto el Banco Central resultó comprador neto en el MULC por más de U\$S 1.100 millones, cuestión que es una buena noticia, pero no es sostenible.

Por otra parte, se conocieron detalles del acuerdo del FMI, se anunciaron nuevas metas recalibradas (de difícil cumplimiento igualmente, reservas : USD +1.300 millones para fin de año, déficit de 2% del PBI y reducción del financiamiento monetario, cuestión que luce complicada en este contexto) así como la demanda de un “prior action” para aprobar el desembolso. Lo curioso es que el texto del reporte dice que para asegurar las ganancias de competitividad generadas por la devaluación será necesario mantener políticas macroeconómicas duras y calibrar la tasa del crawling de acuerdo con el avance de la inflación y la acumulación de reservas. El anuncio de fijar el tipo de cambio en 350 pesos hasta las elecciones de octubre no parece ir en esta dirección. En tanto, en cuanto a estimaciones macro el FMI calcula que la economía caerá 2.5% este año pero crecerá 2.75% el año próximo, cuestión que muestra divergencia con analistas privados que prevén una caída para el año que viene.

Por el lado de la deuda “hard dollar”, se cortó el rebote de dos semanas en la última semana. Les fue ligeramente peor a los Globales (-6.5%). El GD30 cayó 7.7%, de 40 a 37 centavos, y quedó con un rendimiento de 35%. En promedio la curva ley extranjera rinde 27.3%, casi 2 puntos y medio más que el miércoles 30 de agosto. Los Bonares cayeron 6.2% y les fue peor a los bonos largos como el AL38 (-7.4%) o el AL41 (-7.1%). El AL30 también cayó 7% a 32 centavos y rinde casi 42%. En promedio, la curva ley local ofrece 31%, contra 29% hace una semana. El contexto no juega a favor, con resultados mixtos en sus comparables y leve baja en el EMB, pero se observa cierta pesadez probablemente ligada a factores idiosincráticos. En cuanto al spread entre el GD30 y AL30 ha vuelto a niveles promedio de los últimos meses, el ubicarse actualmente en 17%, por lo cual el posicionamiento preferible en un contexto de alta incertidumbre vuelve a favorecer al GD30 después de meses a estar del lado de la deuda local.

Spread GD30-AL30



En este contexto el riesgo país argentino aumentó 93 pbs a un nivel de 2143 pbs actualmente, volviendo a saltar a niveles similares a los vistos después de las PASO.

Riesgo país Argentina



Fuente: JPM

### Mercado de deuda en pesos

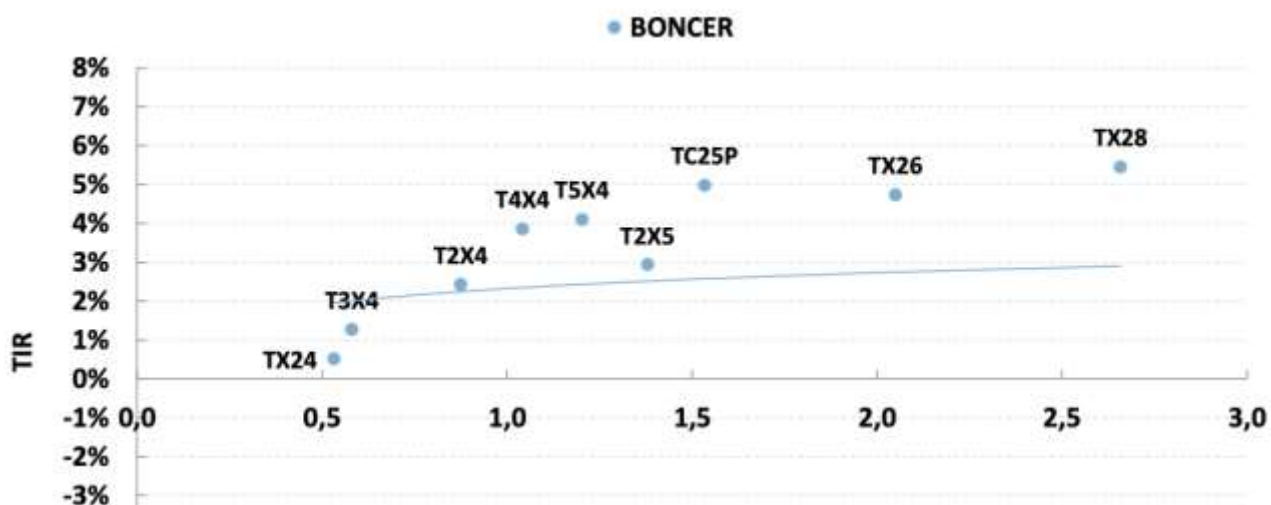
Sobre el fin de la semana pasada el gobierno anunció una licitación que no estaba programada en el cronograma oficial. Como dato positivo, según comunicó el secretario de finanzas, la mayor parte de la deuda colocada fue al sector privado. A partir de los títulos licitados puede deducirse que hay una demanda importante por cobertura, pensando que en los próximos meses seguramente habrá más inflación y más devaluación. En concreto, el Tesoro consiguió financiamiento por \$ 464.014 millones, todo con vencimiento en 2024. De esta manera, volvió a crecer el plazo promedio de colocación llegando a los 359 días. La contracara de este alargamiento de plazos es que toda la deuda que fue colocada es indexada. El bono dual TDG24, con vencimiento en agosto del 2024 fue el que más demanda tuvo y representó el 60% (\$ 279.686 millones) del total adjudicado. El segundo bono más elegido (19% del total) fue el T4X4 con ajuste por inflación, por el que se adjudicaron \$ 87.795 millones. Por último, el T6X4 indexado al CER y el T2V4 atado al dólar oficial completaron la licitación, con \$ 56.783 millones y \$ 39.750 millones adjudicados respectivamente.

En materia de datos de inflación, se conoció el dato de Córdoba para agosto que fue del 12.1% y aún mayor para el índice núcleo mientras que para la Ciudad de Buenos Aires la inflación de agosto alcanzó el 10.5%. Se espera el 14 de septiembre el dato nacional que podría dar lugar a una nueva suba de tasas. En tal sentido, se observó una corrección al alza en la única Lede del mercado que ahora rinde cerca de 130% de TNA, adelantándose a tal evento, cuando hace una semana no alcanzaba al 110%.

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			
S3103	18-Jul-23	31-Oct-23	50	100	07-Sep-23	84.980	17.67%	129.03%	228.09%
Tasa mínima PF Sector Privado 30 d (*)			Fecha:	7-Sep-23	Valor 97.00%				

En cuanto a la deuda en pesos indexada, la parte media de la curva indexada tuvo un fuerte outperformance en las últimas dos semanas, especialmente en títulos con vencimiento 2024, 2026 y hasta 2028, pero desde hace un par de días empezó a ver cierto desarme, y algo similar se observó en la parte corta, donde las LeCer vieron una suba en los rendimientos. Por caso, la LeCer de noviembre rendía -10% de TNA al 31 de agosto y al cierre del 7 de septiembre rinde 5.5% real, mientras que la letra de enero pasó del -14% al -1%, en parte también afectadas por la posibilidad de que los acuerdos de precios limiten en alguna pequeña medida el incremento de precios para septiembre y octubre.

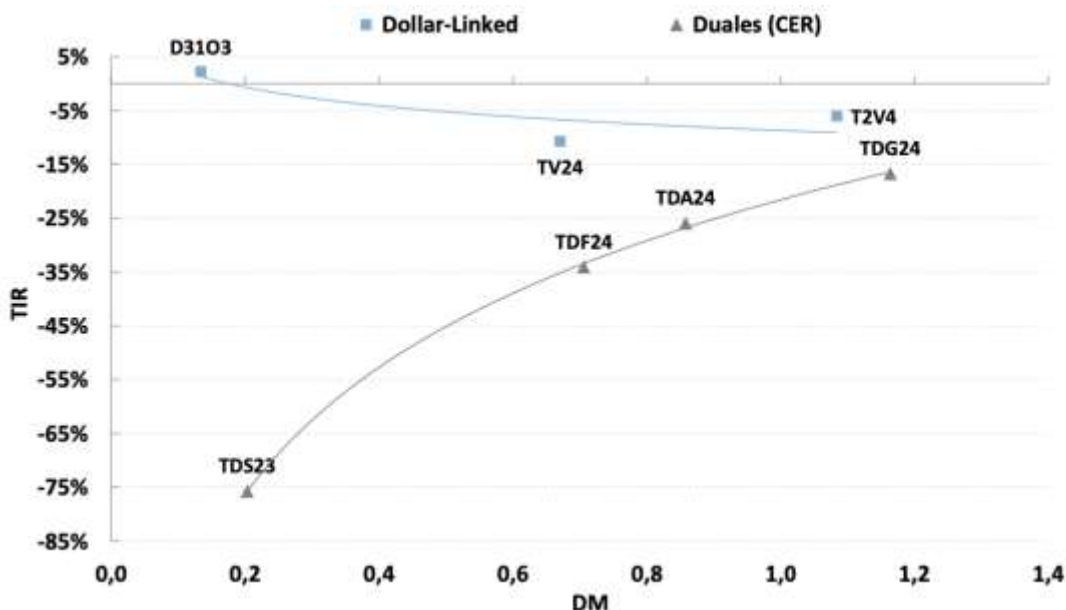
Especie	Fecha de Emisión	Fecha de Pago	CER Inicial	Plazo al Vto (Días)	Monto (*) Capitalizado	Cierre (PPT, T+2)		Rendimiento del Periodo	TNA	TIR (*)
						Fecha	\$ c/ VN 100			
X18S3	30-Sep-22	18-Sep-23	59.4965	7	205.49	07-Sep-23	203.550	0.96%	49.81%	64.18%
X18O3	19-May-23	18-Oct-23	93.8582	37	130.26	07-Sep-23	127.200	2.41%	23.75%	26.45%
X23N3	31-May-23	23-Nov-23	96.2079	73	127.08	07-Sep-23	125.700	1.10%	5.49%	5.62%
X18E4	14-Ago-23	18-Ene-24	115.8564	129	105.53	07-Sep-23	106.200	-0.63%	-1.79%	-1.78%
<b>CER Fecha de cálculo</b>		<b>122.2621</b>								



Con respecto al spread entre títulos CER y dólar linked, este volvió a niveles promedio de los últimos meses si se consideran el T3X4 y el TV24, ambos títulos con vencimiento en abril de 2024.

En cuanto a las expectativas de tipo de cambio reflejadas en Rofex, los plazos más cortos vieron una moderación de la expectativa de devaluación, cada vez se le cree algo más al gobierno que dejará el tipo de cambio sin modificaciones hasta octubre mientras que los plazos más largos tendieron al alza. Septiembre se redujo a una TNA de 47% respecto de 59% hace dos semanas, mientras que octubre vio una baja de 10 pp al pasar de TNA 122% a 112%, con el período noviembre a febrero con tasas superiores a 200%, un pico en diciembre de 271% respecto de 258% hace dos semanas, y moderándose posteriormente hasta un 206% para julio 2024, pero por arriba del 189% de hace dos semanas.

En cuanto a las curvas dólar linked, después de haber vuelto a niveles similares a los de la semana anterior a las PASO, se vio un importante desarme de posiciones esta semana, llevando a los rendimientos a terreno algo menos negativo pero todavía descontando un fuerte ajuste pendiente. Tal vez la posibilidad de evaluar un eventual desdoblamiento cambiario y las limitaciones de la cobertura dólar linked llevaron al desarme de posiciones y diversificación de cartera.



### Views de mercado

El mejor de los escenarios para la economía americana, donde la inflación tiende a moderarse aunque con cierta resiliencia y la brutal suba de tasas implementada hasta el momento no ha llevado a la economía a una recesión como se temía sino que el escenario de aterrizaje suave pasa al centro de la escena. Con una Fed firme en sus convicciones el dólar ha recuperado terreno, afectando el atractivo de los activos emergentes.

En este contexto, los activos argentinos después de un fuerte rally visto en las últimas dos semanas, en parte inspirado por la búsqueda de refugio, de cobertura, y la idea de una prevalencia de ideas de mercado en los resultados de las PASO, ha cedido a una corrección en las últimas ruedas, una toma de ganancias, donde la incertidumbre del panorama impulsa a los inversores a un modo “wait and see”.

Los títulos de mejor rendimiento corriente son los ideales para quien quiera pasar las elecciones invertido (GD 35 en la curva global, contrato 2015, o GD 41, contrato 2005) mientras que el spread entre GD30 y AL 30 al momento favorece al primero al ubicarse dentro del rango de los últimos meses. En materia de títulos indexados, la LECER de noviembre puede volver a recuperar cierto interés, aunque potenciales acuerdos de precios podrían erosionar su rendimiento. En tanto las correcciones en el segmento dólar linked pueden dar lugar a cierto posicionamiento para quien busca cobertura que debería diversificar los medios para lograrla ante diversos escenarios potenciales.

El refugio para evitar la volatilidad en este contexto es la deuda corporativa en dólares, en particular de sector de energía pero no está barato. YPF 26 podría ser una buena alternativa aunque los números del último balance mostraron un deterioro que sumado a la situación actual podría empañar las perspectivas de corto plazo, o bien con menor liquidez YPFLuz, que todavía ofrece un rendimiento interesante.

### **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.