



PANORAMA RENTA FIJA ARGENTINA

Escenario:

- El contexto internacional presenta un panorama de tasas de interés elevadas para mantenerse más de lo previsto y con niveles del bono del Tesoro a 10 años en máximos desde 2007, en torno a 4.5%.
- Argentina deberá en una próxima administración enfrentar la situación insostenible de reservas negativas, elevada brecha, cepo asfixiante, altísima inflación, importante déficit fiscal y falta de confianza.
- Un próximo gobierno debería abordar esta situación con un plan “integral” para que sea creíble con fuerte baja del déficit fiscal y reformas estructurales. El salto devaluatorio post PASO demuestra que la devaluación sin otras medidas, va a precios. Y llevó a la inflación a un nivel de dos dígitos rápidamente.
- Las reservas netas exceden los -USD 5.000 millones y los planes de incentivos a la exportación sólo tienen efecto de corto plazo y no permiten al BCRA acumular reservas.
- La brecha, el cepo y la incertidumbre post elecciones paralizan a una economía que venía mostrando mejores números de lo previsto a pesar de todo.
- ¿Qué pasará hasta las elecciones? ¿y después?

PLAN “LLEGAR”

Dólar soja 4 y canje de deuda del sector público

Mediante el Decreto 492/23 el Ejecutivo oficializó el nuevo Dólar Agro; prorroga el Dólar Agro hasta el 25 de octubre y además lo amplía para incluirá los productos de soja y sus derivados (Decreto 443/23). El tipo de cambio efectivo para los exportadores será de \$471; este número surge de que 75% de deberá negociarse al tipo de cambio oficial (\$350, por ahora) y el 25% restante deberá negociarlo “concretando operaciones de compraventa con valores negociables adquiridos con liquidación en moneda extranjera y vendidos con liquidación en moneda local”, es decir, al dólar financiero CCL (\$833). Con esto, la brecha entre el ‘Dólar Soja’ y el financiero se ubicaría en torno al 75%.

Evaluación

- No es extraño que se haya lanzado esta medida. Desde el salto discreto que tuvo el tipo de cambio oficial post PASO, la inflación absorbió toda la mejora que hubo en el tipo de cambio real, que ya retornó a los niveles del lunes pre PASO.
- Con la medida el BCRA no se espera que pueda acumular reservas, pero si tendrá algún tipo de ingreso marginal de divisas que permitirá “minimizar” la pérdida hasta las elecciones generales. Ese es el horizonte; luego habrá que volver a repensar un nuevo tipo de cambio diferencial.
- Ayer se anunció un nuevo canje de deuda, esta vez solo para el sector público para descomprimir los vencimientos del ultimo trimestre del año. El Ministerio de Economía tomará a valor técnico la tenencia del sector público de las letras con vencimiento hasta noviembre (X1803, S3103, D3103 y X23N3) y entregará a cambio Boncer 26 (TX26). Según el aviso se emitirán 170.000 millones de nominales de TX26, que a precio de cierre de ayer equivalen a \$761.000 millones
- El próximo test de mercado será el 12 de octubre.

Octubre 2023

Renta Fija Argentina

ARG Securities Research Team

ARG Securities Advisors
mboero@argsecurities.com

Exhibit 1: TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL

Indice Base 17/12/2015 = 100. 01 de enero 2023 -29 Sep 2023.



Fuente: datos propios en base a BCRA.

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN

¿Qué pasará después de las elecciones generales?

- Es de esperar que el gobierno llegue a las elecciones generales con el dólar oficial en 350 pesos. Esto implica que el tipo de cambio real va a estar un 6% por debajo del día previo a las PASO y un 22.2% abajo con respecto al día de la devaluación. La incógnita es qué pasa después: un nuevo salto discreto, retorno del crawling peg o continuación del congelamiento.
- Tal vez la respuesta esté muy asociada a los resultados de las elecciones.
- Si Massa entrara en el balotaje, la probabilidad del salto se reduce sensiblemente y aumenta la de volver al deslizamiento.
- Habría pocas chances de que pueda mantenerse sin cambios, ya que implicaría un freno enorme al pago de importaciones y a la actividad económica.
- La brecha refleja la incertidumbre, es un valor lógico dada la incertidumbre por las elecciones y lo que pueda pasar después. En el MEP, el spread con el oficial es menor al 100% por la intervención. Esta estrategia puede durar hasta las elecciones, pero no mucho más.

¿Qué pasará en diciembre?

- Imposible saber pero Argentina enfrenta una crisis de balanza de pagos.
- Según Kiguel, “la crisis actual y su posible desenlace tiene elementos de muchas de las crisis anteriores, aunque no sería igual. Si hay que elegir un episodio, las mayores similitudes son con la de diciembre del 2015, cuando asumió el gobierno de Macri y hubo que lidiar con desequilibrios parecidos a los de ahora.
- De cualquier manera, en algunos aspectos estábamos mejor y en otros peor que en 2015, con lo cual la combinación de políticas sin duda va a ser diferente. En particular, estábamos peor en la magnitud del atraso cambiario respecto del promedio de largo plazo, el porcentaje en el que había que ajustar las tarifas que era mucho más alto, y el tamaño del déficit fiscal era mucho más grande. Por otro lado, en ese año la brecha cambiaria era mucho más baja, la situación de reservas no era tan crítica como ahora, el cepo era más laxo, había menos deuda pública y lo más importante era que la inflación era mucho más baja que en la actualidad.
- Argentina enfrenta una grave situación externa y que estamos frente a una típica crisis de balanza de pagos, que inevitablemente desemboca en una devaluación. Es cierto que si hubiera más desmanejos macroeconómicos esta crisis puede llevar a un default de la deuda, pero eso ocurriría por mala praxis y no porque Argentina tenga un problema de solvencia.
- El mayor riesgo que enfrentará el nuevo gobierno es que la devaluación lleve a un aumento descontrolado de la inflación.”

PERSPECTIVAS PARA LA DEUDA HARD DOLLAR

El riesgo país se encuentra nuevamente en niveles en torno a los 2600 pbs, cerca de los niveles vistos entre marzo y mayo de este año, muy lejos de los 1500 pbs post canje de deuda.

Los precios descuentan escenarios muy negativos, e incluso una reestructuración. Creemos que este ajuste refleja el incremento de la percepción de riesgo de mala praxis ante un panorama político tan poco previsible y con altos desequilibrios. Pero la deuda en sí no es el problema sino que es el reflejo de lo que pasa en la economía en general. Falta de confianza, previsibilidad y temor a escenarios de crisis del pasado.

Deuda Hard Dollar

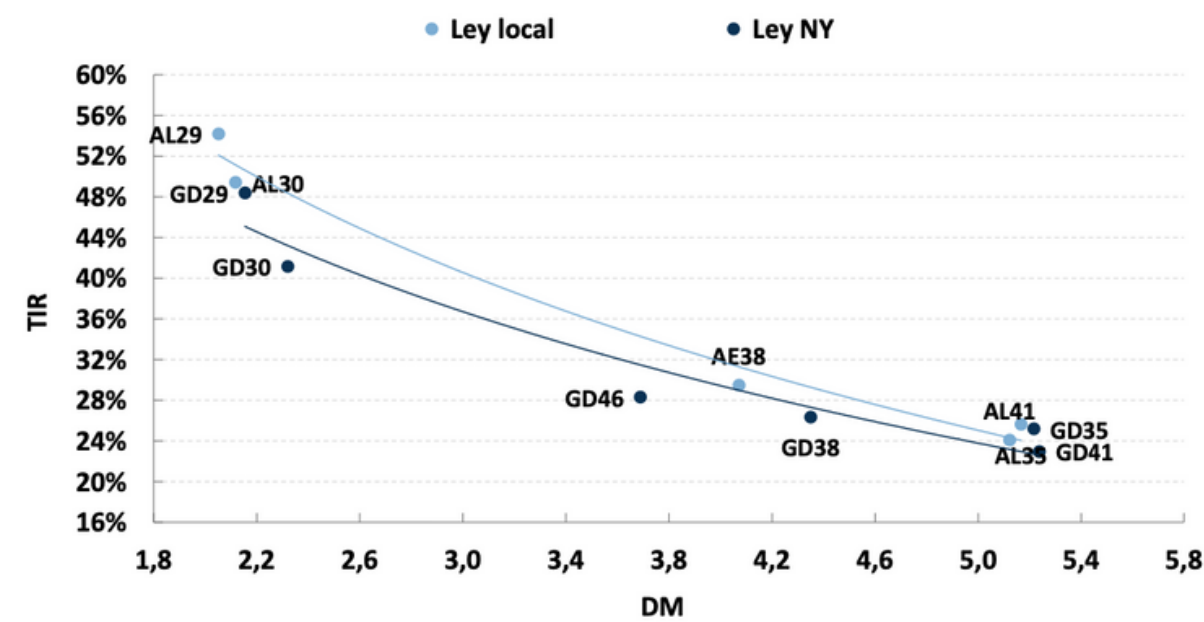
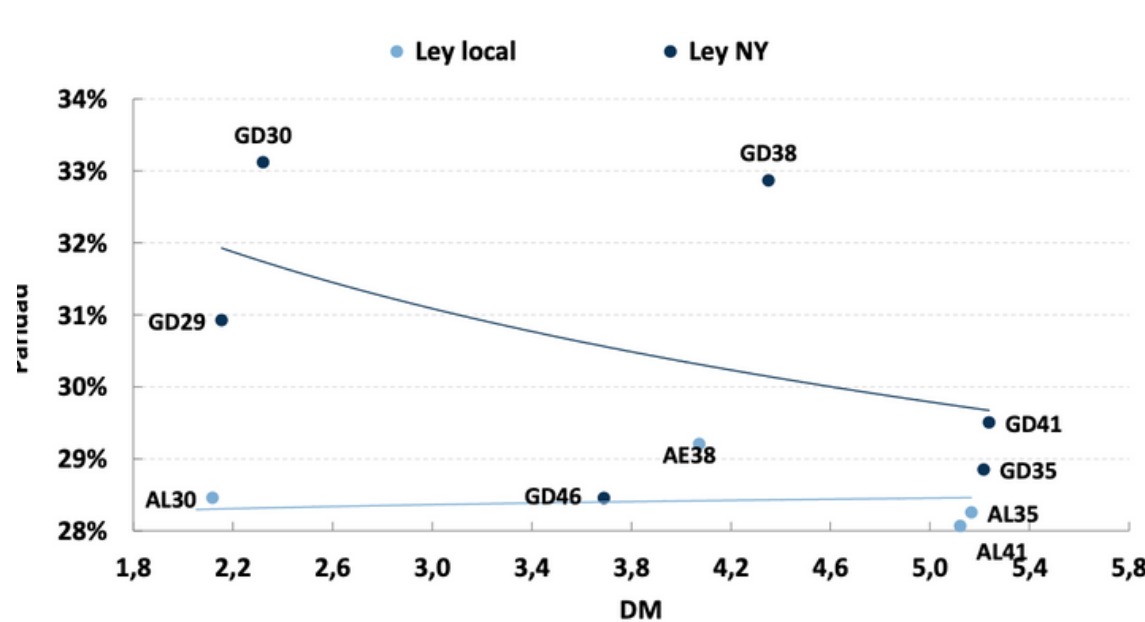
Las curvas han tendido a invertirse más en las últimas semanas y las paridades a caer a niveles de 28% para la deuda bajo ley argentina y 31% para la deuda bajo ley extranjera.

Se prevén meses de elevada volatilidad, apta sólo para inversores que puedan tolerarla. Para quien busque mantenerse invertido, en renta fija soberana, lo ideal es buscar refugio en ley extranjera, contrato 2005, y buen rendimiento corriente, GD38 y GD41.

Exhibit 2: Riesgo País Argentina
03-10-2022 al 25-09-2023



Fuente: JPMorgan.



TRADE IDEAS:

Hora de ponerse defensivo

GD30/AL30. El spread entre GD30 y AL30 actualmente se ubica en 14.8% por debajo del promedio de los últimos meses de 18%. En un contexto de alta incertidumbre y volatilidad, es aconsejable vender AL30 y pasar al GD30 hasta que supere el spread el 20%.

Exhibit 3: Spread de GD30 Contra AL30



Hora de ponerse defensivo

GD35/GD38. La relación histórica ronda el 82%. Con el GD35 actualmente cotizando a 88%, y el escenario mencionado anteriormente, se sugiere vender GD35 y pasar al GD38, mejorando contrato y rendimiento corriente, y minimizando volatilidad.

Exhibit 4: Spread de GD35 Contra & GD30



MERCADO DE DEUDA EN PESOS INDEXADOS.

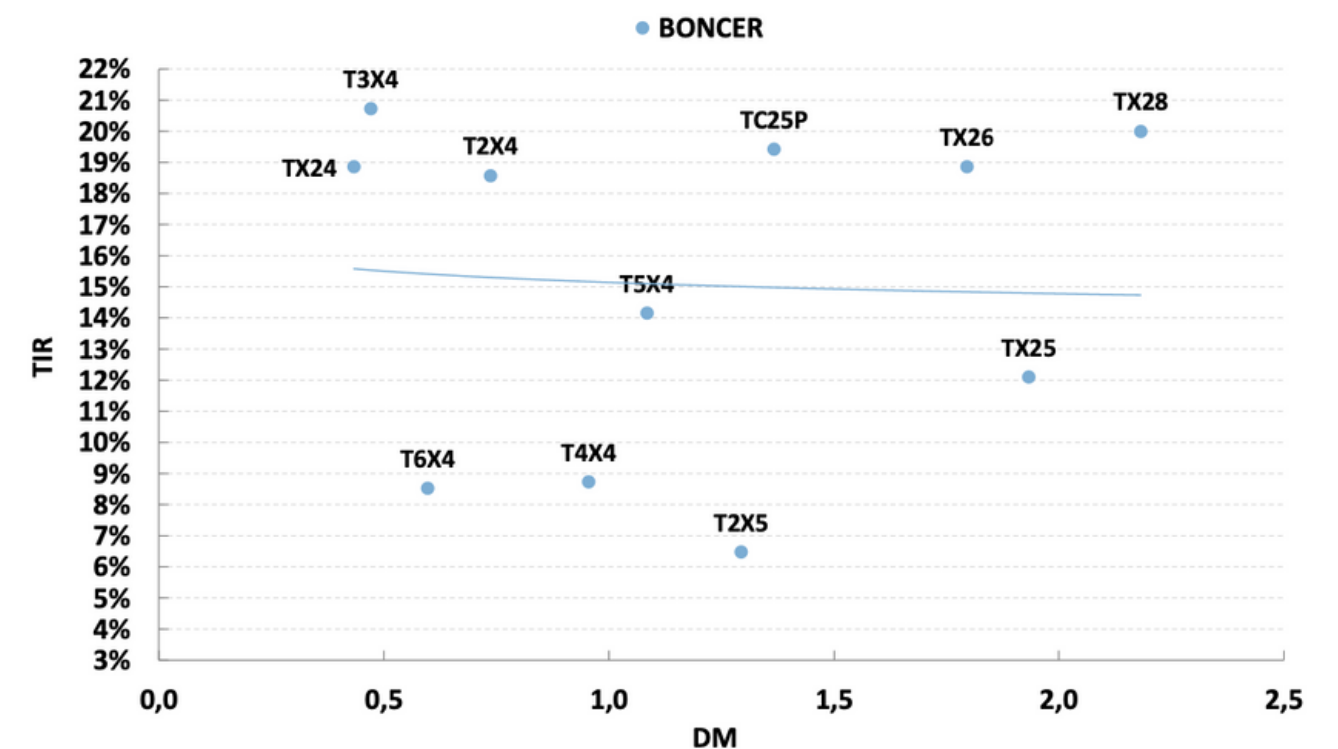
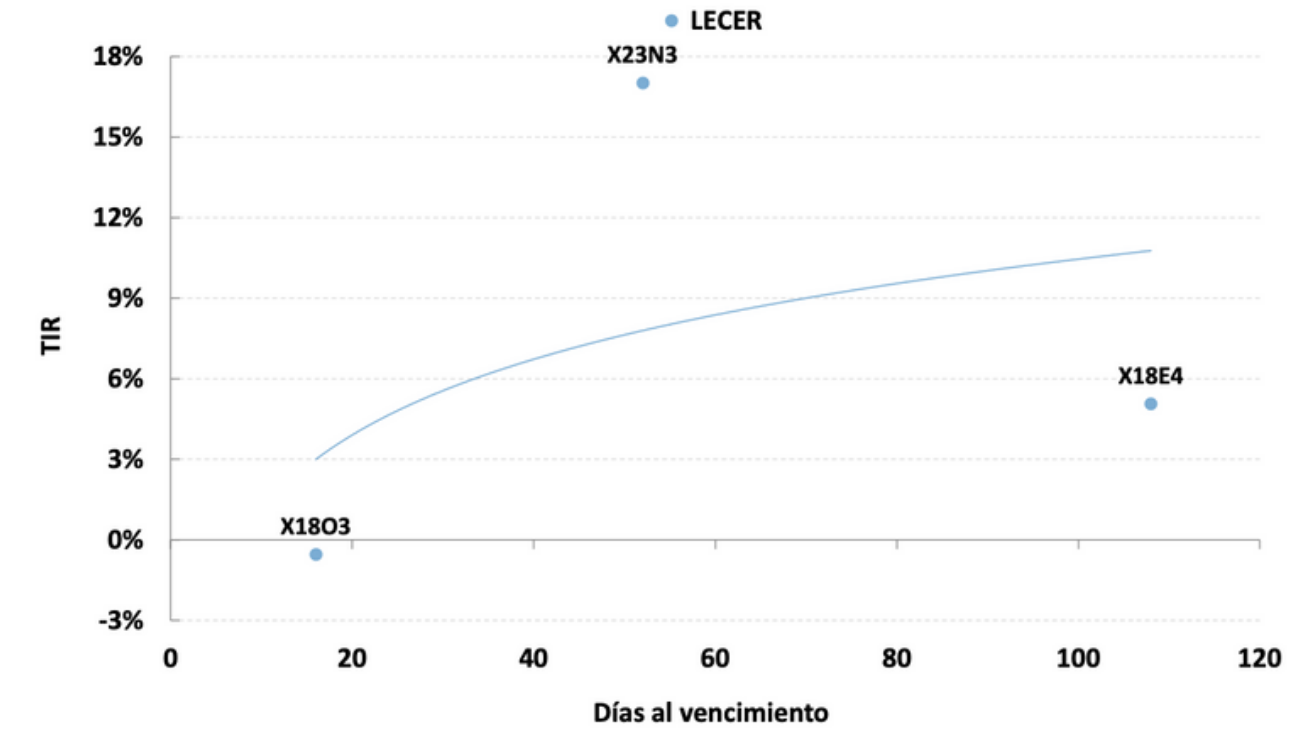
Top Pick Lecer Nov 23.

Para quien soporte la volatilidad y tenga que mantener pesos, la lecer de noviembre luce de interés a una TNA real de 15%/ TIR real de 17% , considerando que la inflación de septiembre se espera ronde el 12%. Además vence dentro de la actual gestión y canjeada la tenencia el sector público, debería ser más factible el roleo eventual del cautivo sector privado. Además está dentro del menú de activos que compra el BCRA para dar soporte al mercado.

Mercado de deuda en pesos indexados

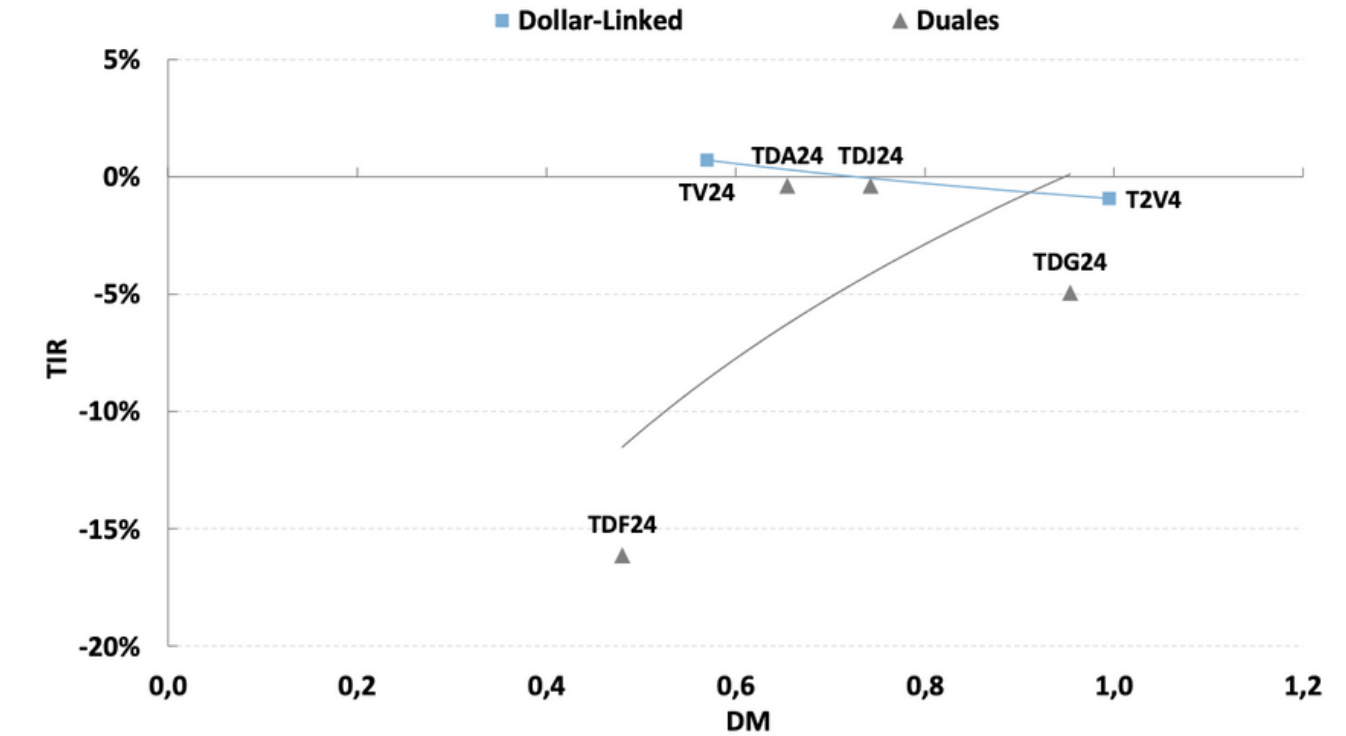
La curva de los Boncer se aplanó notablemente en la última semana, dado que hasta hace un par de semanas mostraba una pendiente positiva.

TX24 y T2X4 muy perjudicados en la parte corta, producto de la huída del peso, mientras que la parte larga también soportó fuertes pérdidas.



MERCADO DE DEUDA DÓLAR LINKED Y DUAL

Frente a escenarios inciertos post elecciones, desdoblamiento, salto discreto, aceleración del crawling post salto, la deuda dual y dólar linked presenta para quien tolere el riesgo público un interesante punto de entrada. Top Picks, TV24, TDA24.



MERCADO DE DEUDA DÓLAR LINKED Y DUAL

La parte corta de la curva bajó ayer mientras que los vencimientos posteriores a diciembre subieron. Igualmente diciembre se encuentra por debajo de los valores previstos por algunas consultoras.

Proyección Tipo de Cambio

Último día del mes

	Oficial	CCL	Brecha
sep.-23	350.02	787.54	125.0%
oct.-23	367.52	771.79	110.0%
nov.-23	418.97	796.04	90.0%
dic.-23	754.15	942.68	25.0%
ene.-24	844.64	1055.80	25.0%
feb.-24	935.86	1123.04	20.0%
mar.-24	1029.45	1183.87	15.0%
abr.-24	1122.10	1234.31	10.0%
may.-24	1223.09	1320.94	8.0%
jun.-24	1320.94	1400.19	6.0%

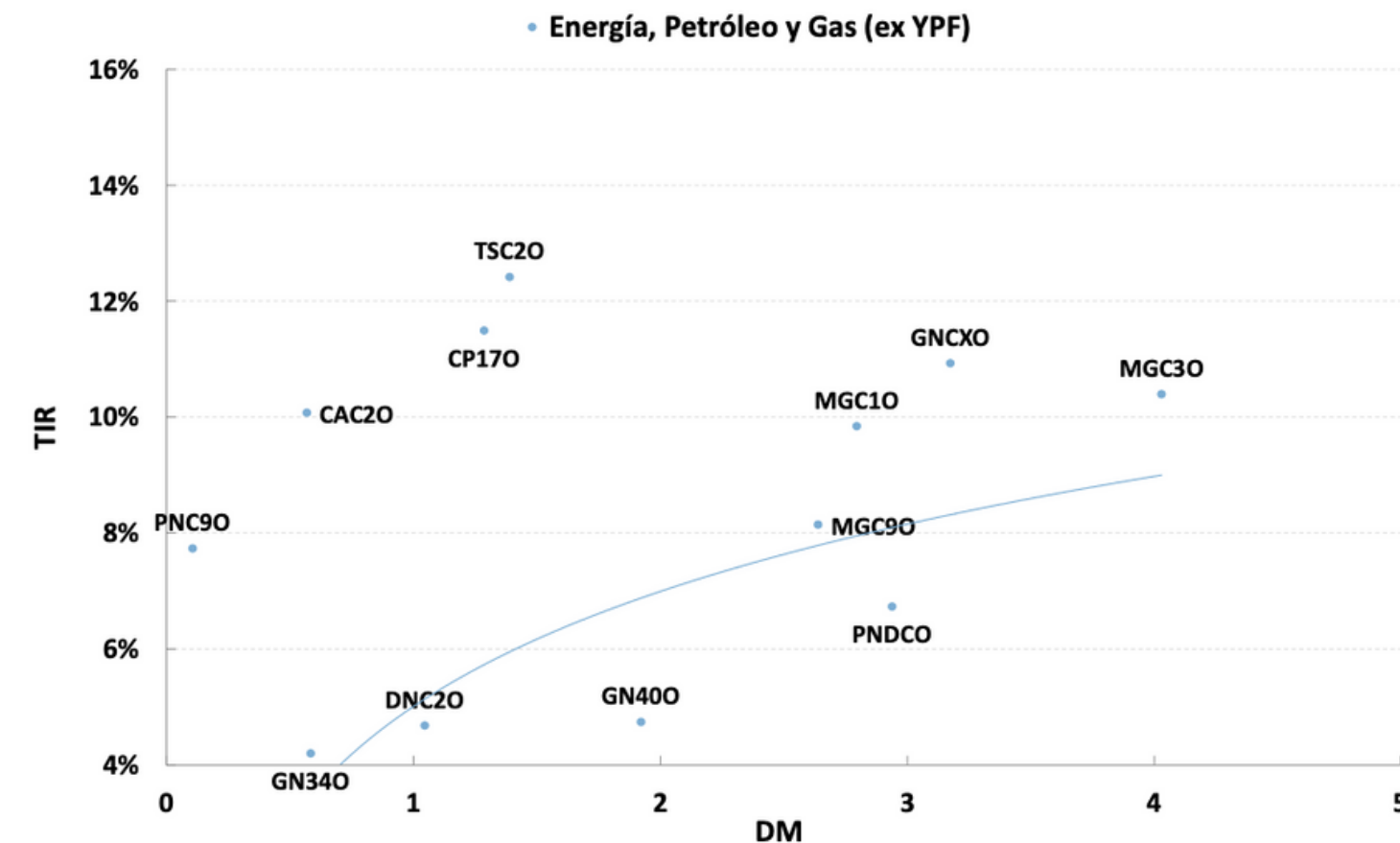
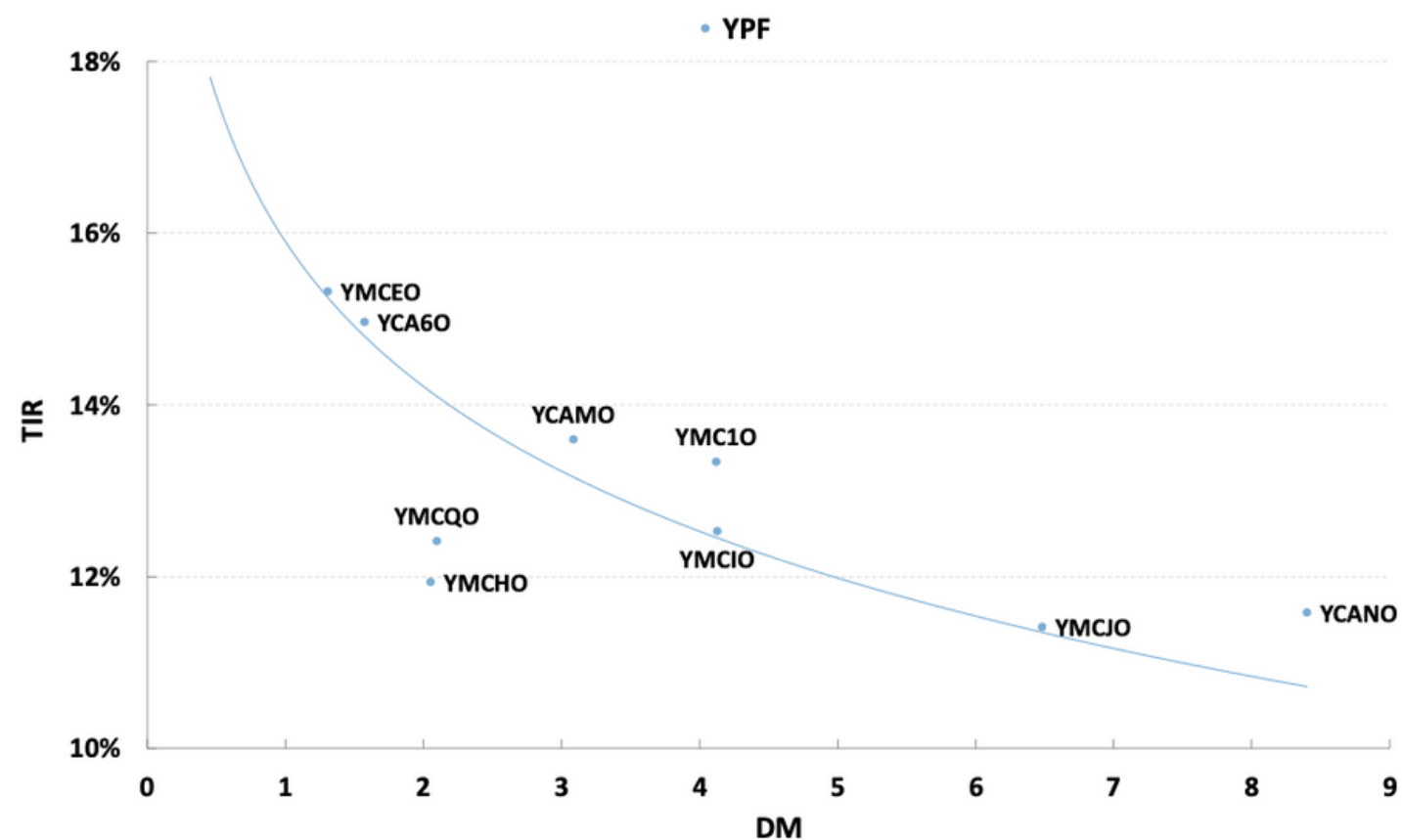
Ajuste de Dólar Rofex	02 oct 2023	Tasa Implícita
Cierre del día (Precio Spot)	350,0250	
Octubre	381,5000	113,18%
Noviembre	507,0000	277,44%
Diciembre	690,0000	402,86%
Enero 2024	796,0000	384,34%
Febrero 2024	885,0000	371,91%
Marzo 2024	965,0000	362,31%
Abril 2024	1050,0000	345,93%
Mayo 2024	1080,0000	314,55%
Junio 2024	1120,0000	297,38%
Julio 2024	1155,0000	277,03%
Agosto 2024	1185,0000	261,47%

MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA USD CABLE.

Los corporativos argentinos presentan una situación particular. Créditos sólidos como PAE27, Arcor27, Pampa26, aptos para navegar volatilidades cotizan como si fueran primer mundo prácticamente. Sólo aptos si son la única opción.

Un poco mejor en términos riesgo rentabilidad aparece YPF26 garantizado con una TIR cercana a 12% y duration de 2.1 años.

Otra opción sería el YPF24 que vence en mayo YPCU0. O bien YPF25 vto julio 2025. con rendimiento 15%



CONCLUSIONES

Views del mercado: Buscar Cobertura y Reducir Riesgo.

- Alta incertidumbre hacia delante con riesgos incrementándose hacia escenarios más negativos induce a tomar posturas defensivas, bajando exposición y riesgo.
- Para quien tolere el riesgo soberano, en hard dollar, luce razonable pasar de AL30 a GD30, y de GD35 a GD38 o 41 incluso.
- En el mercado de pesos de corto plazo, la Lecer noviembre es lo más apto.
- En cuanto a la búsqueda de cobertura, dual abril y dólar linked TV24 son los más interesantes.
- El mercado de deuda corporativa es el refugio de los inversores cautivos de Argentina, con rendimientos de primer mundo. A pesar de que no es barato, es la mejor opción para pasar las turbulencias. Con un grado más de tolerancia al riesgo, YPF26 garantizado es otra buena opción.

ARG SECURITIES ADVISORS S.A.
AGENTE DE NEGOCIACIÓN, REGISTRO 719 DE LA CNV
MIEMBRO DEL MERCADO ARGENTINO DE VALORES S.A. – AGENTE 461
MIEMBRO DE BYMA S.A. – AGENTE 287
MIEMBRO ROFEX DIVISIÓN DERIVADOS FINANCIEROS – AGENTE 941

 +54 11 3988 22000

 info@argsecurities.com

 **Juan Carlos Cruz 120** –
Núcleo 4 – Piso 2° of 2015

 www.argsecurities.com

Información legal

Este Informe 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.