




Informe de Mercado

HIGHLIGHTS

- En EEUU, la Reserva Federal dejó sin cambios las tasas de referencia en la reunión de diciembre, tal como era esperado, después de conocerse un dato de inflación levemente por encima de lo previsto para noviembre y datos mixtos en actividad y empleo. Las expectativas apuntan a recortes en 2024, probablemente hace mediados de año. Esta perspectiva apunta a un dólar más débil en el mediano plazo y arroja un panorama positivo para la renta fija en general, cuestión que llevó a fuertes bajas en los yields de los bonos del Tesoro americano en la semana.
- En Argentina, la asunción de la nueva administración vino acompañada del anuncio de un programa de shock fiscal con gradualismo en lo monetario y cambiario apuntando a llevar al sector público al equilibrio fiscal, excediendo incluso las pretensiones del FMI, con el cual se espera un nuevo programa y un rápido entendimiento. Los anuncios denotan pragmatismo, dejando de lado ideas de campaña como la dolarización. Sin embargo, los desafíos no son menores dado que se parte de reservas internacionales netas negativas por más de USD 10.000 millones, deudas comerciales por USD 25.000 millones, alta inflación, alto déficit fiscal y un fuerte mando popular que deberá lograr aprobaciones de medidas en el Congreso. De todas maneras, el cambio logró generar un cauto optimismo y hay una oportunidad real, como demuestra la reacción del mercado a los anuncios.

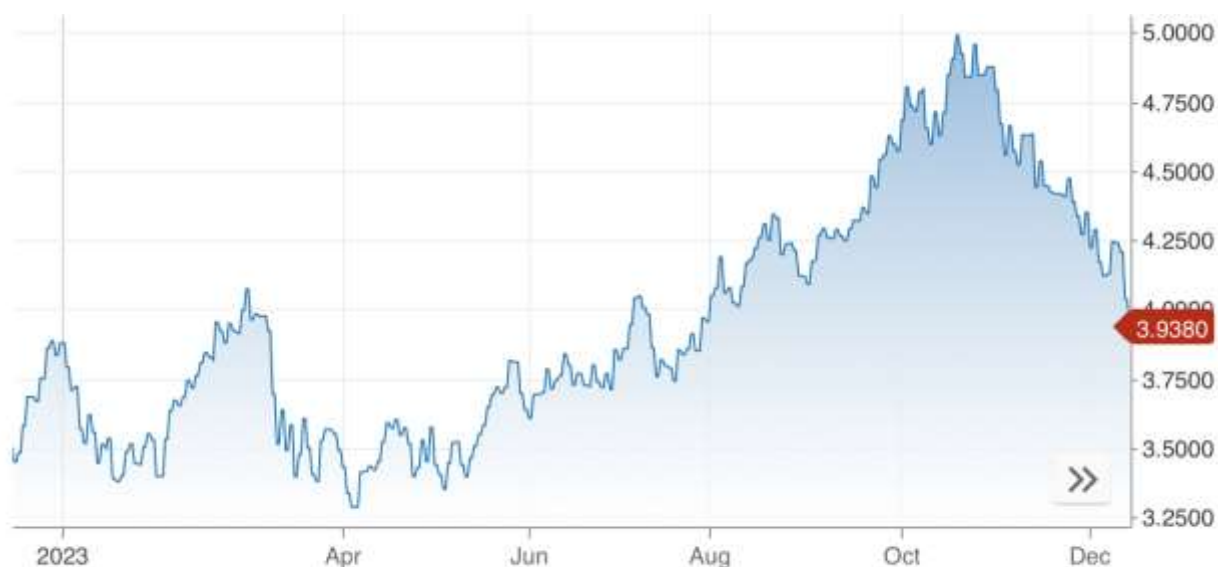
Resumen de Mercados

	Actual	1 semana	YTD	2022
S&P 500	4711	2.9%	23%	-19%
NASDAQ	14721	3.0%	41%	-33%
Tasa Fed Funds *	5.50%	-	100	400
UST 2 *	4.38%	(26)	(4)	372
UST 10 *	3.94%	(21)	6	237
ETF acciones emergentes	40.18	2.7%	6%	-34%
ETF bonos emergentes	88.68	1.6%	5%	-27%
Riesgo País Arg *	1806 	(91) 	(407) 	525
* Var pbs				

En EEUU, la Reserva Federal decidió dejar sin cambios las tasas de referencia en su reunión de diciembre, en el rango de 5.25% a 5.5%, ante un panorama económico donde la inflación de noviembre salió levemente por encima de lo previsto, pero viene desacelerándose, y la economía muestra ciertos datos mixtos, con un enfriamiento en el empleo, pero todavía fortaleza en materia de ventas minoristas. Respecto de las perspectivas de tasas de interés, aumentan las previsiones de recortes para el año próximo, apuntando a tres bajas que ahora acercan la visión de la Fed a la que tenía el mercado desde septiembre. Hace un mes, los futuros descontaban que 2024 cerraría el año con tasas de 4.75%, ayer estimaban 4.25% con bajas en todas las reuniones entre mayo y septiembre.

El mercado de renta fija reaccionó muy favorablemente al dot plot así como a la suba de pedidos de seguro de desempleo, y cerró en 3.94% a 10 años, con una baja de 21 puntos básicos en la semana, mientras que la tasa de 2 años mostró una baja de 26 puntos básicos a 4.38% en el mismo período.

Rendimiento del Bono del Tesoro a 10 años



Fuente : Bloomberg.

Los mercados accionarios también reaccionaron favorablemente con subas de 2.9% para el S&P 500 y del 3% para el Nasdaq, que acumulan una suba del 23% y 41% respectivamente en el año. En tanto, la perspectiva de un dólar más débil de mediano plazo que acompaña al cambio en la perspectiva de tasas impulsó a los mercados emergentes que vieron una suba de 2.7% en materia de acciones, medido por el EEM, mientras que los bonos medidos por el etf EMB vieron un incremento de 1.6%

Argentina

Primeras medidas de la nueva administración

En el discurso de asunción del 10 de diciembre Milei dejó en claro la pesada “herencia” recibida, así como la necesidad de abordar los desequilibrios y problemas de la economía argentina con un programa de shock porque no hay tiempo ni plata para el gradualismo, y anunció una reforma del estado, llevando a casi la mitad los ministerios y secretarías, como una señal de austeridad en tal sentido. El martes siguiente, el ministro de Economía, Luis Caputo dio a conocer en un mensaje grabado las primeras medidas del programa. Se anunciaron medidas cuya base es un fuerte ajuste fiscal, que busca llevar las cuentas fiscales al equilibrio, después de intereses. Actualmente el déficit fiscal es de 5.2% del PBI y se buscará pasar de un déficit fiscal primario de -3% a un superávit primario de 2% del PBI. Dos terceras partes del ajuste vendrían de recortes de gasto mientras que una tercera parte vendría de aumento de impuestos.

Las medidas anunciadas, en resumen.

1. No se renuevan los contratos laborales del Estado.
2. Se suspende la pauta del gobierno nacional a medios de comunicación por un año.
3. Se reducen los cargos jerárquicos y políticos de la administración pública nacional
4. Se reducirán al mínimo las transferencias discrecionales a las provincias. Implicaría un ahorro fiscal por 0,5% del PBI.
5. No se licitará obra pública nueva y se van a cancelar las licitaciones de obras públicas que no hayan comenzado. Ahorro fiscal 0.7% del PBI
6. Se reducirán los subsidios a la energía y al transporte. El ahorro fiscal esperado es de 0,7% del PBI.
7. Se sostendrán los planes Potenciar Trabajo acorde a lo establecido en el Presupuesto 2023 y se revisarán las transferencias sociales para eliminar aquellas donde haya intermediarios. Ahorro 0.4% del PBI.
8. Suba del tipo de cambio oficial mayorista a \$800. Esto de por sí aumentará la recaudación de impuestos al comercio exterior y PAIS.

9. Aumento provisorio del impuesto PAIS a las importaciones, que pasará del 7,5% al 17,5%. Con esto, el tipo de cambio efectivo para importaciones quedará en \$960. El incremento de recaudación se estima en 0,8% del producto.
10. Se establecerán derechos de exportación del 15% a las ventas al extranjero no agropecuarias. Generando ingresos por 0,5% del PBI.
11. Se eliminan los permisos discrecionales para importar.
12. Se duplicarán los montos de la AUH y aumentará en un 50% la Tarjeta Alimentar.

En materia cambiaria, el BCRA anunció un salto del tipo de cambio oficial, llevándolo a un nivel de \$800 por dólar y se indicó que se implementará un crawling peg de 2% mensual en principio, pero que podría sufrir ajustes eventualmente en el tiempo. Con el salto cambiario que se ubicó por encima de lo esperado la semana anterior, pero en línea con estimaciones vistas después de las elecciones, el tipo de cambio oficial pasó a ser altamente competitivo. Para las exportaciones, se utilizará un combo de 80/20 entre tipo de cambio oficial y CCL y se mantendrán retenciones, ahora más extendidas, mientras que las importaciones pagarán el tipo de cambio oficial más un impuesto PAIS de 17.5%. Con este esquema, se va modificando el cuadro cambiario de a poco, pero por el momento se mantiene el cepo para stocks y flujos.

Con el salto del tipo de cambio oficial, el tipo de cambio pasó a ser altamente competitivo, comparable con el de la salida de la convertibilidad de 2002, un nivel históricamente alto, pero con los niveles de inflación previstos para diciembre, enero y febrero, la ganancia en competitividad puede ser de corto plazo. La determinación del crawling inicial en 2% busca anclar expectativas post devaluación para moderar el impacto en los precios de los bienes importados que de todas maneras en gran medida ya venían descontado un tipo de cambio más cercano a los financieros que al oficial.

Todas estas medidas buscan lidiar con los problemas más urgentes que afectan a la Argentina, y buscan aumentar reservas, normalizar el sistema cambiario y eliminar el cepo, reducir el déficit fiscal y arreglar con el FMI. En una etapa posterior, se buscará atacar la inflación, avanzar en materia de reformas estructurales y volver a los mercados de capitales.

En cuanto a los pagos internacionales a enfrentarse en los próximos meses, se descuenta que el gobierno conseguirá fondos para cumplirlos. En principio, la CAF le daría un préstamo para cumplir con el pago al FMI de diciembre mientras que los pagos de enero al FMI podrían retrasarse al último día del mes y para entonces tal vez ya se logra la revisión del tercer trimestre con fondo que permitiría desembolsos por USD 3.000 millones. En enero se deben pagar los intereses de la deuda pública en dólares, cerca de unos USD 1.500 millones, pero no debería haber problema para enfrentar el pago. Si el país consolida la línea de ajuste propuesta podría tener una posibilidad de lograr para 2025 volver a los mercados de capitales internacionales, objetivo de mediano plazo que hace a la sostenibilidad de la deuda, dado que en 2025 es cuando empiezan los pagos más relevantes que deberían buscar renovarse en el mercado internacional.

Vencimientos con el sector privado

Millones de dólares - excluye OO.II.



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía

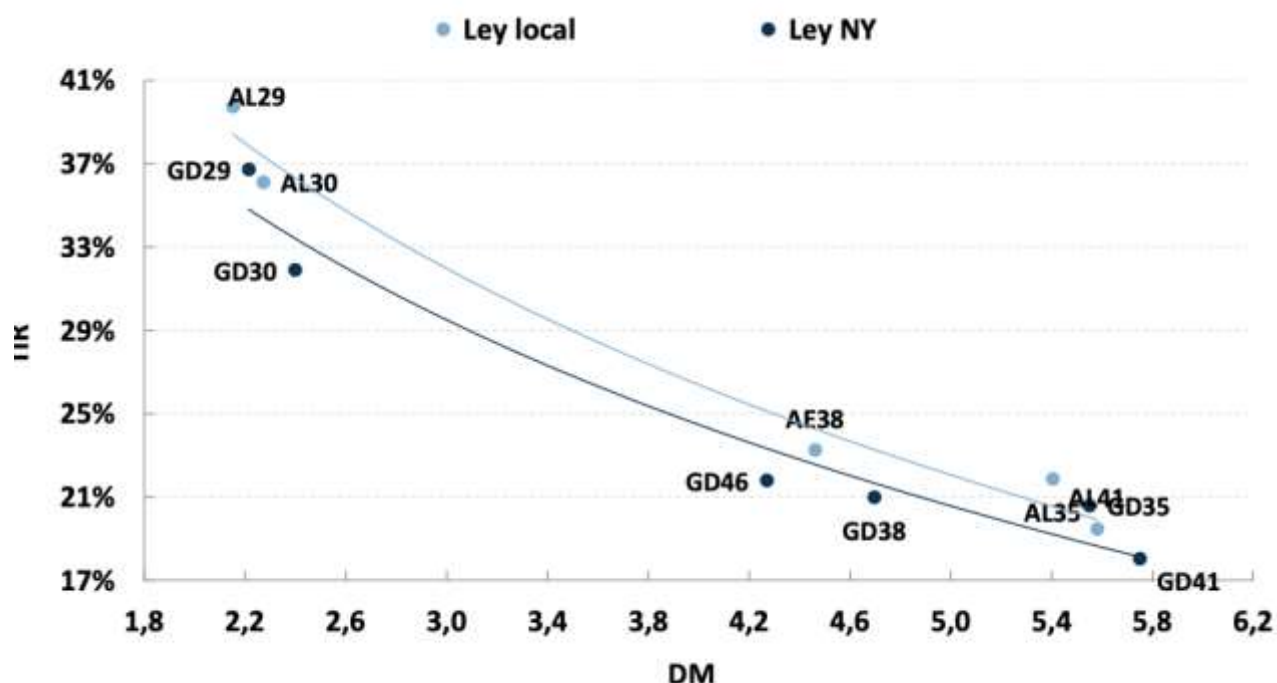
Ante estas fuertes señales de cambio, el riesgo país de Argentina continuó bajando en la semana, consolidando la tendencia al alza de la deuda, al ubicarse en torno a los 1800 pbs, el nivel más bajo desde principios de 2023.

Riesgo país Argentina



Fuente: JPM

Aún así las curvas de rendimientos, si bien han reducido en parte su inversión se mantienen aún fuertemente invertidas, y consideramos que de mediano plazo existe un potencial de apreciación interesante en la deuda hard dollar, que, de cumplirse parte de lo esperado, podría permitir que el riesgo país baje a niveles cercanos a los 1.200 puntos básicos para fines del año próximo.



En tal caso, consideramos que el mejor lugar donde pararse podría ser la parte corta de la curva, por caso en nuestras simulaciones el mayor potencial está en GD29 y GD30 para curva internacional y para AL30 para quien tome algún riesgo adicional con la ley local y además apunte a beneficiarse de una mayor compresión del spread por legislación a mediano plazo. Por caso, si estimáramos los siguientes exit yields para un horizonte de un año para la deuda en dólares, observamos la apreciación que tendrían los títulos cortos, como el GD30. Y si fuéramos a una curva más normal incluso el potencial sería aun mayor.

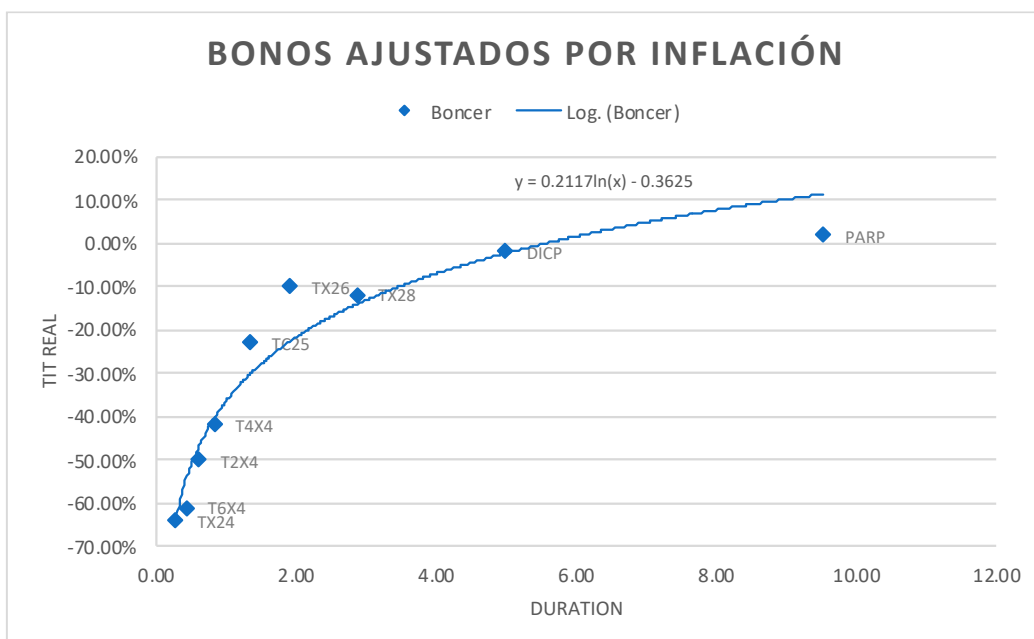
Fecha análisis	12/15/23	HR	12/30/24
Fecha liquidación	12/19/23		

Globales				
Título	Vencimiento	Cupón	Exit Yield	VPN
Arg 30	7/9/30	Step Up	18.00%	61.62
Arg 35	7/9/35	Step Up	16.00%	52.68
Arg 38	1/9/38	Step Up	15.00%	58.86
Arg 41	7/9/41	Step Up	14.00%	50.77

Mercado de deuda en pesos

En cuanto a la deuda en pesos, comentábamos la semana pasada el fuerte ajuste en la curva CER, que se había hundido fuertemente a lo largo de toda la curva corta y media. Después del salto en el tipo de cambio y la liberación de precios que hizo el gobierno, además de haberse conocido la inflación de noviembre que superó en un punto las estimaciones al ubicarse en 12.9%, las expectativas de aceleración de la inflación aumentaron, llevando a la curva CER a terreno aún más negativo. El salto en el tipo de cambio mayor al previsto a la semana pasada, así como nuevos ajustes en los precios de los combustibles y estimaciones de mayor inflación en las primeras semanas de diciembre, aumentaron la demanda de cobertura, dejando ya casi poco potencial de apreciación a las curvas CER, ubicándose hasta el DICP en terreno negativo.

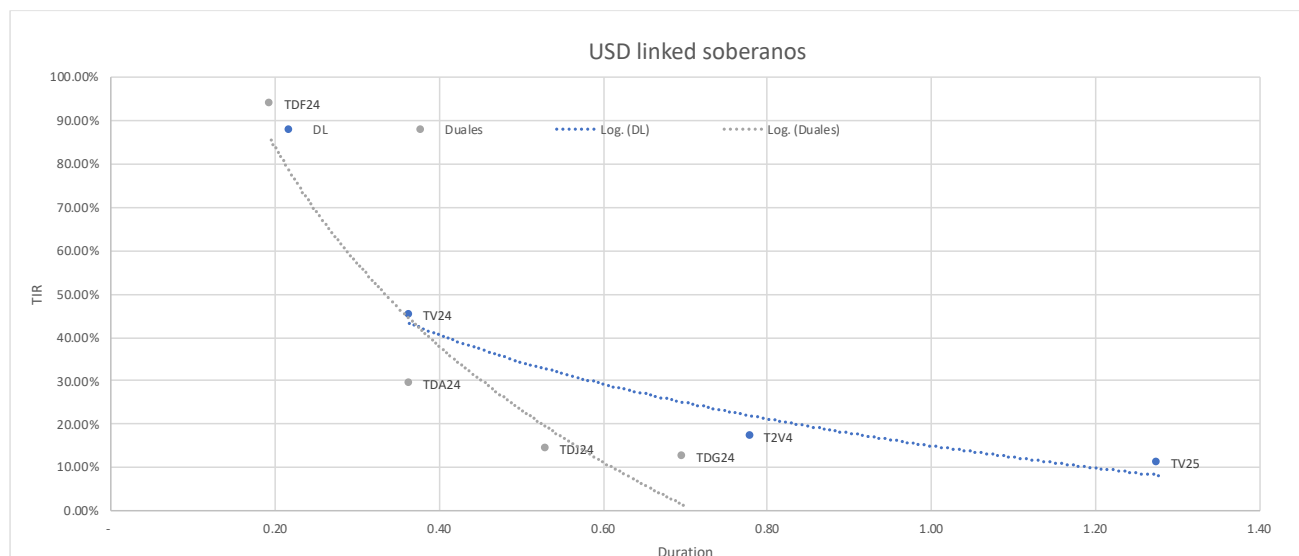
En cuanto a las estimaciones de inflación para diciembre, enero y febrero, tienden a ubicarse en torno a 25 a 30% para los dos primeros meses, moderándose a 15% en febrero, y tendiendo a la baja a partir de marzo.



En materia de tasas de interés de referencia, la tasa de política monetaria se mantuvo en 133%, y se espera que se mantenga en dicho nivel, mientras que la tasa de pase se fijó en 100% y se licitarán nuevas LeDes de Tesorería para estimular a los bancos a salir de deuda del BCRA que deberían tener tasas más elevadas. De esta forma el tema de los pasivos del BCRA se iría resolviendo gradualmente por migración y licuación.

En cuanto a las curvas dólar linked y duales, el salto cambiario las llevó a terreno positivo, y ahora su desempeño dependerá de cómo evolucionen las expectativas de devaluación y las tasas de interés de las alternativas en pesos. De acuerdo a rofex, los primeros meses se observan tasas por debajo de la de referencia, y ya a partir de abril muestran variaciones levemente por encima de dicha tasa.

Ajuste de Dólar Rofex	14 dic 2023	Tasa Implícita
Cierre del día (Precio Spot)	800,5250	
Diciembre	819,3000	57,07%
Enero 2024	889,4000	84,42%
Febrero 2024	970,0000	100,35%
Marzo 2024	1075,0000	120,33%
Abril 2024	1190,0000	128,68%
Mayo 2024	1319,8000	140,10%
Junio 2024	1400,0000	138,75%
Julio 2024	1490,0000	136,68%
Agosto 2024	1590,0000	138,45%
Septiembre 2024	1682,5000	138,19%
Octubre 2024	1782,5000	139,05%



Views de mercado

En el plano internacional, la adecuación de las perspectivas de tasas de la Fed a las que venía mostrando el mercado alentó una baja en los yields de los bonos del Tesoro americano que impulsó a los mercados de renta fija y emergentes, mejorando su perspectiva de cara a 2024.

En Argentina, las fuertes señales de cambio junto a las medidas anunciadas confirman un fuerte giro de timón apuntando a resolver los problemas urgentes de la Argentina, la situación cambiaria, la escasez de reservas, el déficit fiscal y sortear el financiamiento de corto plazo dejando para el mediano plazo el abordaje de la inflación, las reformas estructurales y el eventual retorno a los mercados internacionales. Los precios de los activos de renta fija en moneda dura han subido de forma muy fuerte en las últimas semanas, pero poseen un muy atractivo potencial de mediano plazo, si la actual administración logra cumplir con al menos parte del ajuste propuesto.

En este contexto, los títulos de ley local cortos como el AL30 lucen interesantes, aunque esperamos para el corto plazo, una negociación en rango, y recién de mediano plazo una mejora de perspectiva. En cuanto a los activos en pesos, tanto indexados como atados al dólar, cerraron la semana con curvas muy negativas, por lo cual vemos más valor actualmente en deuda hard dollar que en pesos a estas paridades. Habrá que ver los niveles de tasas que ofrezcan las Ledes que se emitirán en las próximas semanas.

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 ofrece algunos rendimientos decentes en YPF 2025 o 2029 mientras que TGS 2025 también es una sólida alternativa, sólo que cuentan con una lámina mínima elevada.

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.