

Informe de Mercado

HIGHLIGHTS

- En EEUU, los mercados apuntan a cerrar el año cerca de máximos con niveles de volatilidad extremadamente bajos ante un panorama de menores tasas de referencia hacia 2024. La economía americana apunta a cerrar 2023 con un crecimiento cercano al 2.6% y tendiendo a desacelerarse de caras al próximo año en tanto la inflación continúa moderándose.
- En Argentina, las primeras semanas de la nueva administración resultaron efectivamente un shock en todos los sentidos, con fuertes medidas apuntadas a modernizar y racionalizar la economía argentina. De recortes del gasto público a reformas impositivas, laborales, de salud, educación e incluso electorales, entre el DNU publicado la semana pasada y el proyecto de ley Omnibus de esta semana, son muchos los cambios que se pretende impulsar. En materia financiera, el Tesoro tuvo un exitoso debut en las licitaciones de diciembre, donde quedó claro que el enfoque para resolver el tema de los pasivos monetarios del BCRA viene por el lado de la licuación de pesos, en un contexto de tasas reales fuertemente negativas. El BCRA ha logrado empezar a recomponer su situación de reservas e incluso ha ofrecido una solución para parte de la deuda con importadores, a resolverse vía deuda. Los desafíos no son menores pero se observa un intento firme de abordar seriamente los desequilibrios de la macro argentina.

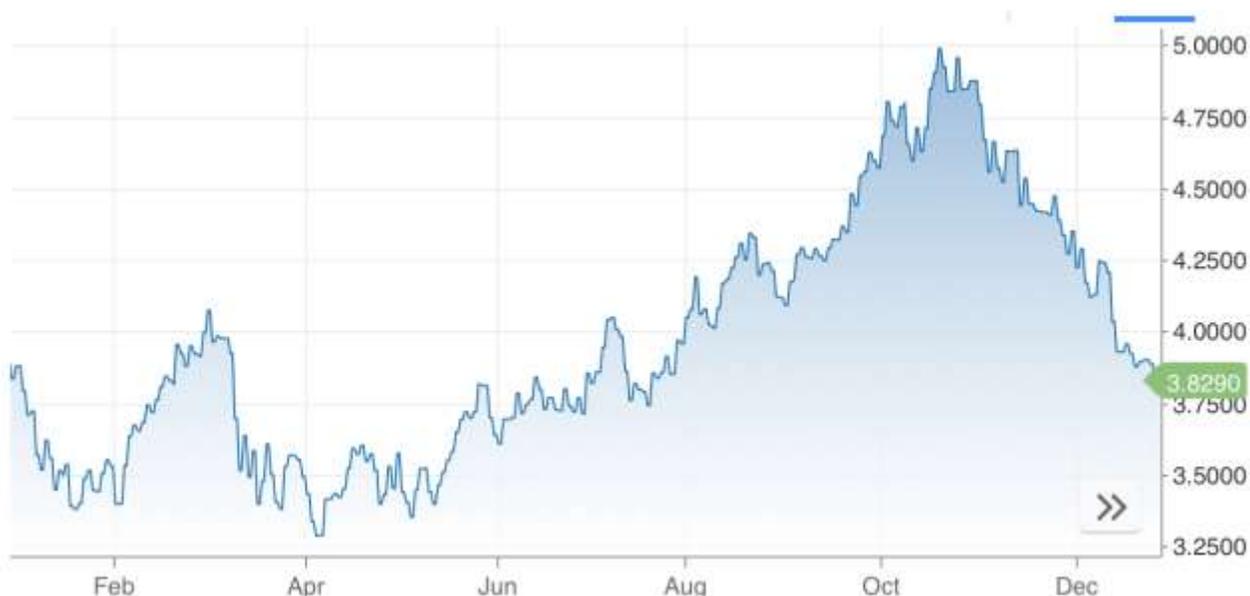
Resumen de Mercados

	Actual	2 semanas	YTD	2022
S&P 500	4788	1.6%	25%	-19%
NASDAQ	15122	2.7%	44%	-33%
Tasa Fed Funds *	5.50%	-	100	400
UST 2 *	4.27%	(11)	(15)	372
UST 10 *	3.82%	(12)	(6)	237
ETF acciones emergentes	40.32	0.3%	6%	-34%
ETF bonos emergentes	89.41	0.8%	6%	-27%
Riesgo País Arg *	1892 	86 	(321) 	525
* Var pbs				

En EEUU, la economía apunta a cerrar el año con un crecimiento de cerca de 1% para el cuarto trimestre, dejando el dato anual en torno al 2.6% y con un arrastre estadístico del 1% para el año próximo, para el cual se prevé básicamente estancamiento, dado que el crecimiento anual se estima en torno al 1%. Ello se debería a un agotamiento de la demanda, en parte sostenida en base a deuda de tarjetas de crédito que crecen a un ritmo del 13% real anual, menor demanda de vivienda en un contexto de tasas de hipotecas en torno a 7% y una política fiscal menos expansiva. No obstante, cabe destacar que las estimaciones para 2023 eran similares y el año terminó sorprendiendo con un mejor desempeño del previsto. Aún así, con una inflación del 3% ya más moderada, y tasas de referencia en 5.5% existe margen de maniobra para la Reserva Federal en caso que la economía se enfríe demasiado. El mercado por su lado, termina el año en niveles que descuentan una visión relativamente optimista hacia adelante, al acumular en lo que va del año un 25% el S&P y un increíble 44% el Nasdaq, dando revancha a la fuerte baja registrada en 2022.

El mercado de renta fija en tanto sigue reaccionando con un desplazamiento hacia abajo en la curva de rendimientos, que ahora rinde entre 11 y 12 pbs menos que hace dos semanas, donde la tasa de 2 años se ubica en 4.27% y la de 10 años en niveles de 3.88%, el nivel más bajo desde julio.

Rendimiento del Bono del Tesoro a 10 años



Fuente : Bloomberg.

En tanto, los mercados emergentes recién en la última parte del año comenzaron a reaccionar y acumulan tanto en acciones como en deuda en moneda dura una suba de 6% en el año, no logrando compensar el mal desempeño de 2022, dejando para 2024 tal vez el momento de la revancha donde las perspectivas de un dólar más débil jueguen a favor de la revaluación de monedas locales. En las últimas dos semanas, las acciones emergentes subieron un 0.3%, mientras que la deuda, medida por el etf EMB vio un incremento de 0.8%

Argentina

Primeras licitaciones de deuda de la era Caputo

En la primera licitación de deuda de la nueva gestión a cargo del Tesoro, y dado un cambio en las tasas de referencia del BCRA para bancos, para los cuales la nueva tasa de referencia pasó a ser la tasa de pase, fijada en una TNA de 100%, se vio una fuerte demanda de los nuevos títulos ofrecidos por el Tesoro en su licitación del 20 de diciembre. Además, el BCRA sacó una comunicación que excluía de los límites de exposición al sector público los títulos emitidos en dicha licitación y permitía integrarlos como encajes, incentivando el pase de deuda del BCRA al Tesoro con la nueva Lede emitida al 18 de enero, que salió a una tasa efectiva mensual de 8.66%, apenas por encima de la tasa de pases de 8.55%. Esta tasa representa ningún premio teniendo en cuenta que las LEDES son a 30 días y los Pases a 1 y que si los bancos quieren ejercer los puts para salir de las letras eso tiene un costo. Es claro que el objetivo del Tesoro y del Banco Central es licuar los pasivos, pero estas tasas reales tan negativas sin dudas son una jugada arriesgada. De los AR\$ 11.72 billones que se habían ofertado, se adjudicó el 18.4%, es decir, unos AR\$ 2.16 billones de valor nominal o AR\$ 2 billones efectivos. En tanto, se adjudicó un 25% de lo demandado en T2X5, Boncer con vencimiento en febrero 2025 a un rendimiento real de -15.95%, mientras que el Boncer 2026 TX26 vio un mayor ratio de adjudicación con un 78%, a una tir real de -4.53%. Con los fondos conseguidos en esta licitación el Tesoro iba a recomprar tenencias de DICP por \$950 millones y TDF24 por \$1967 millones.

En tanto, esta semana la licitación programada del Tesoro tuvo un resultado similar, en el sentido que hubo ofertas por el único título que se ofreció, el T2X5, esta vez con precio máximo de 2915.88 cada 1000 VN, que representa una tir de -21.72% por VN\$1.5 billones y se adjudicaron sólo VN\$ 171.000 millones, con una prorrata de 10.975%. La fuerte licuación que está llevando a cabo el Tesoro no es una jugada exenta de riesgos, mientras sea por un plazo corto puede funcionar. Por el momento, en diciembre también jugó a favor la estacionalidad, pero de mantenerse podría llevar eventualmente a otro salto cambiario o de brecha.

Por otra parte, el BCRA dio a conocer los detalles de los títulos que se ofrecerán a importadores para intentar resolver parte de la deuda existente. Con el objetivo de proveer previsibilidad a los pagos asociados con el stock de deuda comercial de importadores acumulada hasta el 12 de diciembre de 2023, el Banco Central de la República Argentina (BCRA), a través de la [Comunicación B12695](#), dio a conocer las condiciones de los nuevos instrumentos conformados por tres series de Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL). Estos bonos serán ofrecidos como vehículos para canalizar la demanda de divisas de los importadores de bienes y servicios con deudas comerciales por operaciones con registro aduanero o servicio efectivamente prestado hasta el 12 de diciembre de 2023. De acuerdo al BCRA, con estos instrumentos la institución ofrecerá una solución ordenada para resolver la crisis generada por la acumulación de deudas comerciales de importadores a niveles inmanejables en el corto plazo con el stock de reservas disponible, funcionando como nexo puente con la acumulación de reservas asociadas al superávit de balanza comercial proyectado para los próximos años. En esta línea, los importadores tendrán la posibilidad de adquirir estos instrumentos con la liquidez en pesos que tienen a disposición para hacer frente a sus compromisos con el exterior y recibirán a cambio un flujo de divisas cierto por parte del BCRA.

Por medio de la [Comunicación A7925](#), el BCRA estableció los requisitos para que los importadores con deudas con el exterior por importación de bienes con registro aduanero anterior al 12 de diciembre de 2023 y por importación de servicios efectivamente prestados con anterioridad a la misma fecha puedan acceder a las licitaciones primarias de estos instrumentos. En la misma comunicación, se estableció que **las ventas con liquidación en moneda extranjera de los títulos adquiridos en licitación primaria no limitarán el acceso al mercado único y libre de cambios del tenedor para cursar otras operaciones habilitadas.**

En base al flujo proyectado de balanza comercial para los próximos años se escalonaron los compromisos futuros del BCRA distribuyendo la entrega de divisas por medio de un bono a corto plazo (Serie 2 con vencimiento junio 2025), un bono a mediano plazo (Serie 3 con vencimiento mayo 2026) y un tercer bono al plazo máximo establecido en la Comunicación A7918 (Serie 1 con vencimiento octubre 2027).

El BOPREAL Serie 1 será ofrecido por el BCRA a partir del 26 de diciembre de 2023. Las Series 2 y 3 del BOPREAL se ofrecerán en montos máximos establecidos en función de los datos provistos por el padrón de deudas comerciales de importadores confeccionado conjuntamente por AFIP y Secretaría de Comercio e Industria (el “Padrón de Deudas Comerciales con el Exterior”).

	Serie 1	Serie 2	Serie 3
Vencimiento	31 de octubre 2027	30 de junio 2025	31 de mayo 2026
Moneda suscripción	Dólares, por medio de boleto técnico entregando pesos al tipo de cambio de referencia de la Comunicación "A" 3500 del día anterior a la licitación		
Moneda de pago	Dólares, excepto en caso de rescate anticipado por el inversor (Series 1A, 1B y 1C)	Dólares	Dólares
Amortización	2 cuotas iguales (abr/27 y oct/27)	12 cuotas mensuales (jul/24 a jun/25)	3 cuotas trimestrales (nov/25, feb/26 y may/26)
Interés	5%	0%	3%
Pago de intereses	Semestral (primer pago en oct/24)	N.A.	Trimestral (primer pago en ago/24)
Transferible	SI	SI	SI
Cotización	SI	NO	SI
Separación de nominales (strip)	SI Automático el 1 de marzo de 2024 - SERIES 1-A (20%), 1-B (20%), 1-C (30%) y 1-D (30%)	NO	NO
Rescate anticipado en favor del tenedor	SI (excepto SERIE 1-D)	NO	NO
Aceptable para pago de impuestos	SI (excepto SERIE 1-D)	NO	NO

BOPREAL SERIE 1 (con vencimiento en 2027)

La SERIE 1 devengará una tasa de interés del 5% anual y, al igual que las otras dos series, será pagadero en dólares (tanto el capital como los intereses). La principal particularidad de este instrumento es que será separado a partir del 1 de marzo de 2024 en 4 series independientes (strip), manteniendo idénticas condiciones al bono original y sumando beneficios adicionales en 3 de las 4 series (la SERIE 1-D no los incluye). Tanto la SERIE 1 como sus series independientes (strip) serán habilitadas para su transferencia y negociación en mercados secundarios.

Los BOPREAL SERIE 1-A, SERIE 1-B Y SERIE 1-C, equivalentes al 70% del total de la SERIE 1, incorporan:

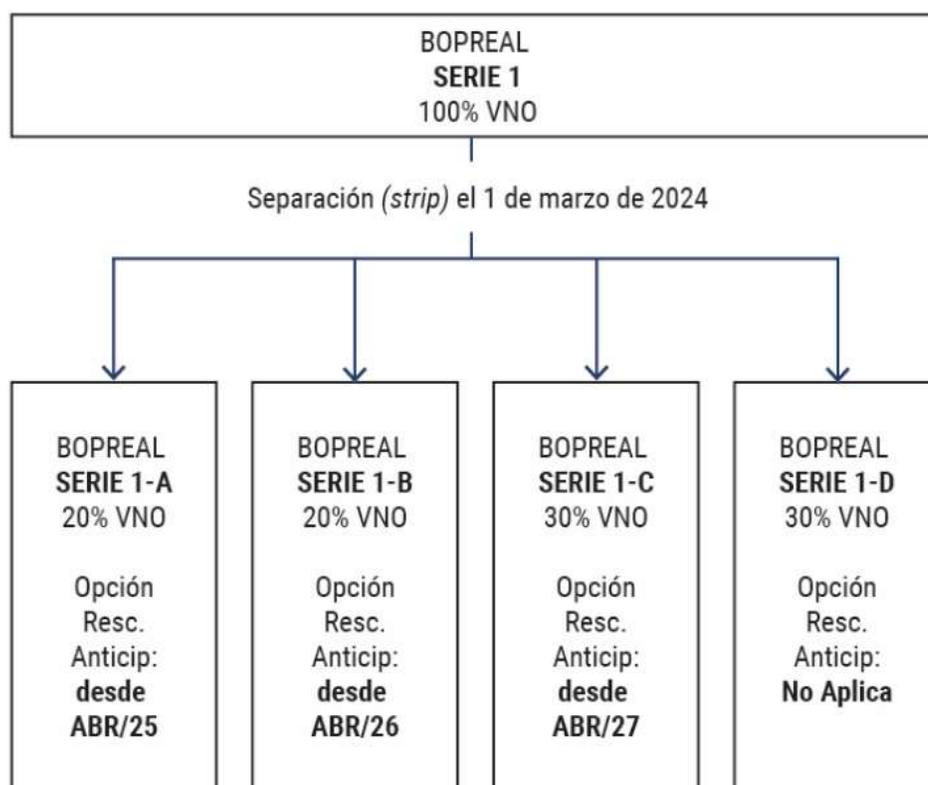
1) La opción de rescate anticipado en favor del tenedor, brindando una opción de liquidez temprana en cualquier momento a partir de las fechas indicadas para cada serie y hasta el vencimiento de los títulos. En caso de que los tenedores hagan uso de la opción de rescate anticipado a su favor, recibirán pesos al tipo de cambio de referencia de la Comunicación "A" 3500 del día de notificación de ejercicio de la opción.

2) Serán elegibles para el pago de impuestos en el marco de lo dispuesto por el Decreto 72/23.

Asimismo, las licitaciones del BOPREAL SERIE 1 cursadas hasta el 31 de enero de 2024 gozarán de los siguientes beneficios adicionales:

1) Una alícuota reducida al 0% en el Impuesto PAIS, según lo explicitado en el Decreto 72/23.

2) Una autorización excepcional para acceder al mercado de cambios a partir del 1 de febrero de 2024 para el pago de importaciones de bienes y servicios anteriores al 12 de diciembre de 2023 por hasta el 5% del valor total de títulos BOPREAL SERIE 1 adquiridos en licitación primaria, en la medida que la participación en dichos títulos represente al menos el 50% del total de deuda por importación de bienes y servicios al 12 de diciembre de 2023.



BOPREAL SERIE 2 (con vencimiento en 2025)

Este instrumento no devengará intereses, y contempla el repago de principal en 12 cuotas mensuales y consecutivas a partir de julio 2024. El monto total de emisión estará limitado en base a la capacidad del BCRA de comprometer divisas en el corto plazo. Es por ello que se trabajará con la información resultante del Padrón de Deudas Comerciales con el Exterior para determinar el monto máximo disponible.

Este instrumento no será habilitado para la negociación en mercados secundarios, pero será transferible a los efectos de que el tenedor lo pueda ceder a un tercero (por ejemplo: proveedores del exterior, proveedores de financiamiento o entidades relacionadas).

BOPREAL SERIE 3 (con vencimiento en 2026)

Este bono devengará una tasa de interés del 3% y será amortizado en tres cuotas trimestrales consecutivas, la primera de ellas en noviembre 2025. El monto total disponible de este bono estará limitado por cuestiones de disponibilidad de divisas. En este caso, se trabajará, al igual que para la SERIE 2, con la información del Padrón de Deudas Comerciales con el Exterior. La SERIE 3 estará habilitada para su transferencia y negociación en el mercado secundario.

VALUACION DE LAS SERIES

De acuerdo a las condiciones de emisión indicadas y considerando que la nueva deuda cuenta con ley argentina, tomamos como referencia la tasa de descuento del Bonar 2030 a fin de valuar las series de Bopreal. En el caso de la serie 1, realizamos dos ejercicios uno valuándolo como un título hard dollar sin opciones, y otro intentando valuar las opciones de rescate anticipado a favor del tenedor, asumiendo que este ejerce las mismas el primer día, y también considerando que entonces no existe brecha. Además realizamos una sensibilidad a distintas tasas de descuento. El resultado del ejercicio nos da las siguientes valuaciones.

Tasa de descuento	Bopreal 1 s/op	Bopreal 1 c/opc	Bopreal 2	Bopreal 3
20%	62.69	68.77	73.06	71.21
25%	54.20	61.34	70.83	64.82
30%	47.07	54.96	68.73	59.13

Fuente. Elaboración Propia en base a BCRA

En caso de aprovechar el incentivo de entrar antes de fines de enero y no tener que pagar el impuesto país, y asumiendo que el título cotizara a USD 61.3, el tipo de cambio implícito sería de \$1.316, notablemente por encima del CCL que ronda los \$930.

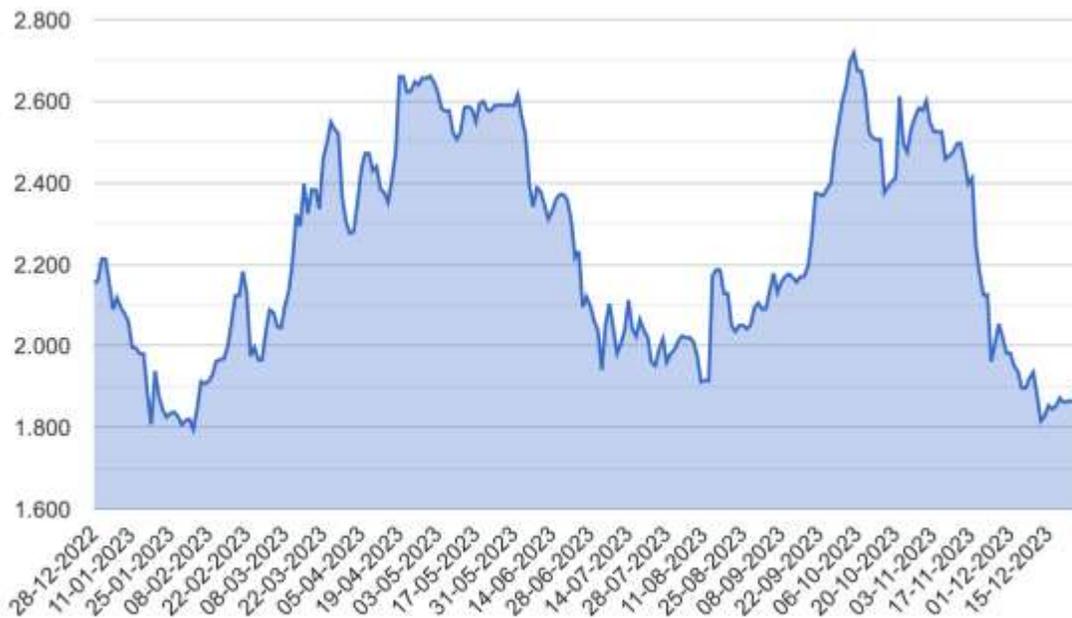
Desde el punto de vista contable, tal vez los títulos puedan servir para algunas empresas que quieran sanear su balance, teniendo en cuenta las consideraciones de cada título, pero en el contexto de mercado actual donde competirán con otros títulos con elevados rendimientos en dólares, no parecerían destacar en principio ni queda claro por dónde vendría la demanda, dado que presumiblemente bancos y FCI tendrían limitaciones para operar esta deuda y no resulta factible que inversores del exterior se interesen por este tipo de títulos en principio.

En base a este razonamiento, no sorprende que las primeras licitaciones de esta semana de BOPREAL 1 hayan visto sólo demanda por USD 68 millones cuando se ofrecían USD 750 millones.

MERCADO DE DEUDA HARD DOLLAR

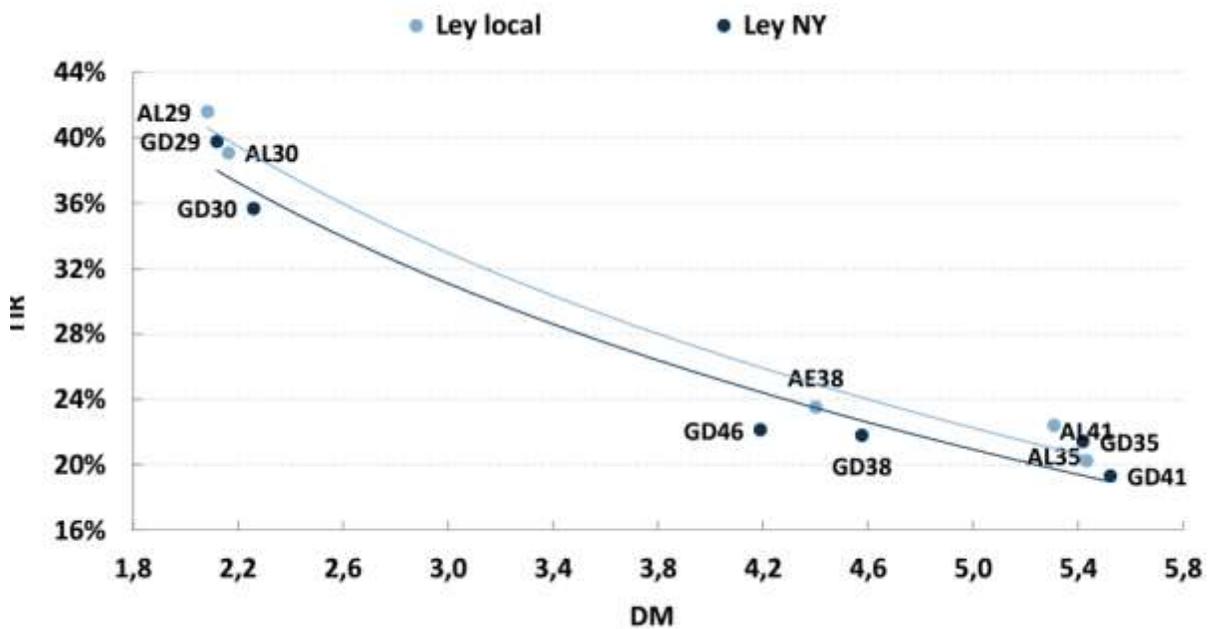
En cuanto al riesgo país, en estas últimas semanas del año, se vio un leve retroceso con una suba de 86 puntos básicos en el riesgo país a 1896 pbs.

Riesgo país Argentina



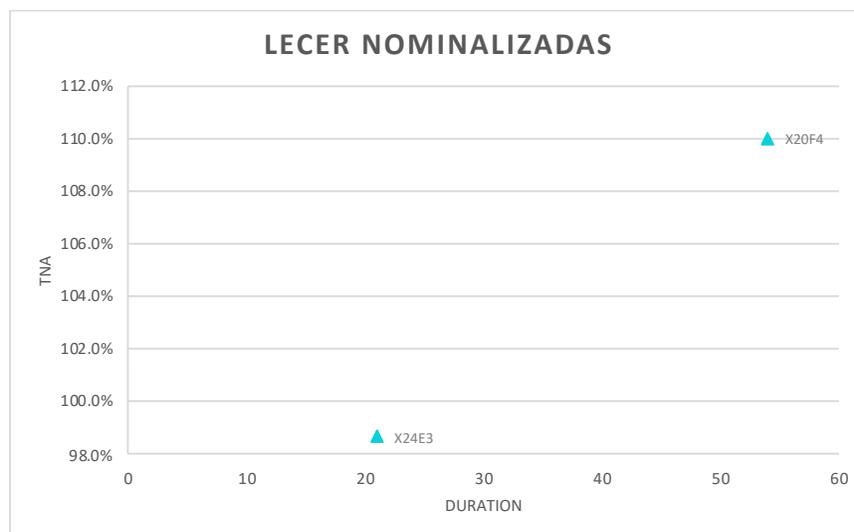
Fuente: JPM

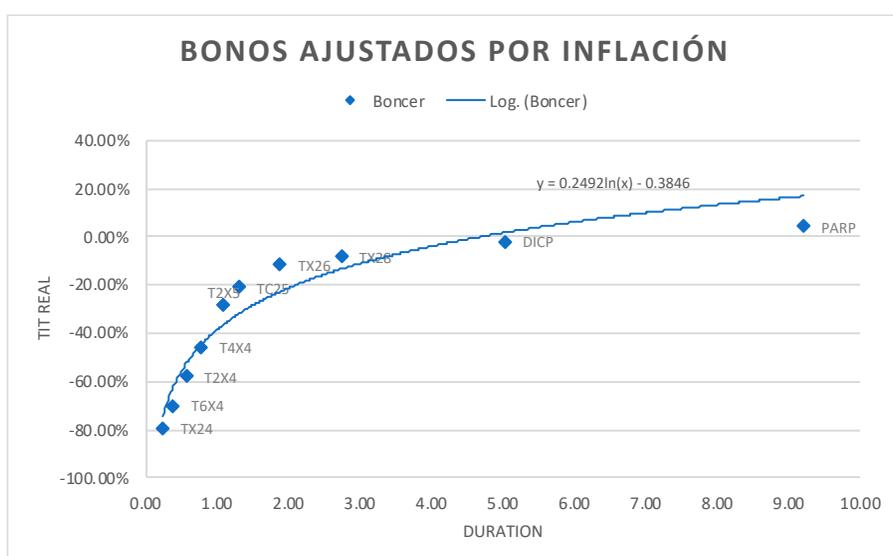
Aún así las curvas de rendimientos, si bien han reducido en parte su inversión se mantienen aún fuertemente invertidas, y consideramos que de mediano plazo existe un potencial de apreciación interesante en la deuda hard dollar, que de cumplirse parte de lo esperado, podría permitir que el riesgo país baje a niveles cercanos a los 1.200 puntos básicos para fines del año próximo. En promedio la deuda bajo ley internacional vio una baja de 4.4% en las últimas dos semanas del año a un precio promedio de USD 38.7, mientras que la deuda bajo ley local resistió mejor al ver una baja de 2.4% en promedio a un precio medio de USD 37.6, posiblemente ayudado por cuestiones estacionales.



Mercado de deuda en pesos

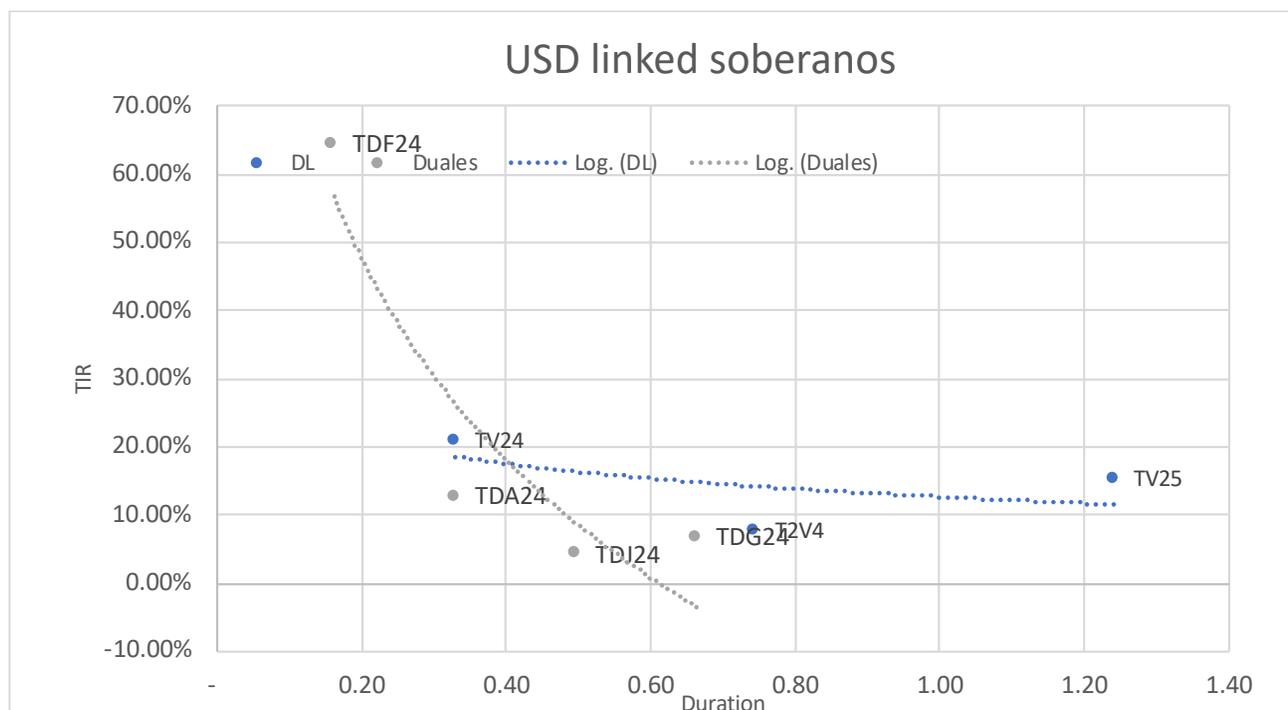
En cuanto a la deuda en pesos, ante la fuerte licuación implementada desde Economía y el bajo ratio de adjudicación de deuda del Tesoro en las dos licitaciones de la nueva gestión, el exceso de pesos en buena medida impulsado por la demanda de los bancos, que representó un 80% de lo adjudicado en la licitación de esta semana, llevó a que las curvas se empinaran aún más y los rendimientos reales a lo largo de toda la curva hasta el TX28 se encuentren en terreno fuertemente negativo. En la parte más corta, la Lecer de febrero (X20F4) descontando una inflación de 25% en diciembre, rinde aproximadamente una TNA de sólo 110%.





Desde el 11 de diciembre el BCRA acumula compras en el mercado por US\$ 2,500 millones. Sin embargo, el mercado está desbalanceado porque si están exportadores vendiendo entre USD 200 a 300 millones por día intentando hacerse del tipo de cambio real más alto pero es escasa la demanda de importadores. Con todo esto, las reservas internacionales netas volvieron a crecer. Todavía falta mucho camino por recorrer, pero creemos que con un tipo de cambio real alto será posible que el BCRA recomponga el stock en los próximos meses.

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 todas maneras, el fuerte ajuste de rendimiento de las alternativas indexadas por inflación así como las tasas reales negativas de referencia han vuelto a impulsar a la deuda dólar linked aunque con desempeño más moderado especulando con el potencial momento de la unificación. Para destacar, el peor desempeño del sector lo tuvo el TV25 que enfrenta la potencial competencia de bopreal1 A, mientras que el mejor desempeño lo mostró el TDJ24 en las últimas semanas.



Rofex en estas primeras semanas continuó ajustando a la baja en especial en la parte corta de la curva, en los meses de enero y febrero que pasó de tasas implícitas de 84% y 100% hace dos semanas a 39% y 58% respectivamente mientras que marzo también vio un ajuste aunque más moderado pasando de una TNA de 120% a una de 90% y abril de 128% a 103%. El panorama luce auspicioso por el momento para la estrategia oficial por el momento.

Ajuste de Dólar Rofex	28 dic 2023	Tasa Implícita
Cierre del día (Precio Spot)	807,9750	
Diciembre	809,5000	68,89%
Enero 2024	837,5000	39,23%
Febrero 2024	890,0000	58,82%
Marzo 2024	988,0000	90,36%
Abril 2024	1092,0000	103,47%
Mayo 2024	1208,0000	116,59%
Junio 2024	1287,0000	118,25%
Julio 2024	1381,0000	119,84%
Agosto 2024	1467,0000	121,02%
Septiembre 2024	1565,0000	123,46%
Octubre 2024	1670,0000	126,43%
Noviembre 2024	1780,0000	130,30%

Views de mercado

En el plano internacional, 2024 luce como un año auspicioso en términos de perspectiva de tasas de interés aunque no estará exento de tensiones ante conflictos geopolíticos que podrían afectar al mercado. Con economías desarrolladas con crecimiento más moderado e inflación en baja, sería el turno del mundo emergente de mostrar mejor desempeño, aunque los problemas de crecimiento de China no deben menospreciarse.

En Argentina, los cambios propuestos por el DNU y la ley Omnibus para la economía argentina pretenden una verdadera revolución que podría mejorar la organización de los mercados de múltiples sectores. De poder pasar por el Congreso y la justicia podría ser una notable mejora de productividad para la economía y para los consumidores. Si bien es cuestionable las formas elegidas y puede ser un objeto de fuerte discusión, las ideas detrás son interesantes. En cuanto al ajuste fiscal pretendido es ambicioso y se ve con buenos ojos, aunque hay algunas dudas respecto del mercado cambiario, la cuestión monetaria y las restricciones pendientes así como la fuerte licuación del programa. No obstante, el inicio de la nueva gestión sorprendió y tuvo un mejor desempeño del esperado, y permite pensar en que el país podría tener una verdadera oportunidad de ir a una senda de crecimiento sostenido de avanzar en materia de reformas.

En este contexto, si bien ya se han alejado de escenarios catástrofe, 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. Además a los niveles de CCL actuales lucen interesantes para tomar alguna postura de mediano plazo para quien busque dolarizarse.

En cuanto a los activos en pesos, esperamos que los indexados se mantengan con curvas muy negativas ante la escasez de alternativas para los pesos mientras que los USD linked pueden ser una alternativa de diversificación de estrategias a mediano plazo apostando a una unificación más rápida a lo previsto.

El refugio para evitar la volatilidad como siempre 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.

¡FELICES FIESTAS Y EXCELENTE 2024!

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.