

Informe de Mercado

HIGHLIGHTS

- En EEUU, la economía empieza a dar algunas señales de enfriamiento en materia del mercado de trabajo y de moderación de la inflación, llevando al yield del bono a 10 años al menor nivel desde fines de octubre. Si bien el escenario de un aterrizaje suave sigue siendo el central empiezan a reflotar temores de recesión y se especula con que la Fed baje las tasas el año próximo, aunque menos de lo que se preveía hace un año.
- En Argentina, las elecciones presidenciales produjeron un impacto positivo en términos de mercado ante un discurso inicial del presidente electo que apuntó a mantener a “rajatabla” los compromisos pactados e introducir reformas en línea con una desregulación y reducción del tamaño y gasto del estado. Ya conocidos gran parte de los nombres del futuro gabinete, con aportes de funcionarios de otros partidos afines a las ideas de desregulación, la principal incógnita apunta a la gobernabilidad del futuro gobierno con limitadas fuerzas propias y a la necesidad de una importante habilidad para negociar aprovechando la fragmentación de las distintas fuerzas políticas después de las elecciones.
- En materia económica, existe incertidumbre respecto del tratamiento principalmente de tres cuestiones donde hay varios planes de acción: devaluación, cepo y los pasivos remunerados del BCRA.
- La reacción del mercado ante el resultado de las elecciones fue contundente con fuertes subas en acciones y bonos, sostenidas en el tiempo, y moderación en los dólares financieros, que después del balotaje, se vieron beneficiados por una mayor oferta por el lado de exportadores que pasaron a liquidar 50/50 en el MULC y el CCL. En cuanto a las curvas en pesos, la dólar link descuenta en buena medida un salto inminente, la duda es la magnitud, mientras que la curva CER se hundió de forma no vista anteriormente en la parte corta mientras que los rendimientos negativos se extienden hasta 2026, anticipando un fuerte rebrote inflación producto del pass through de un potencial sinceramiento cambiario.

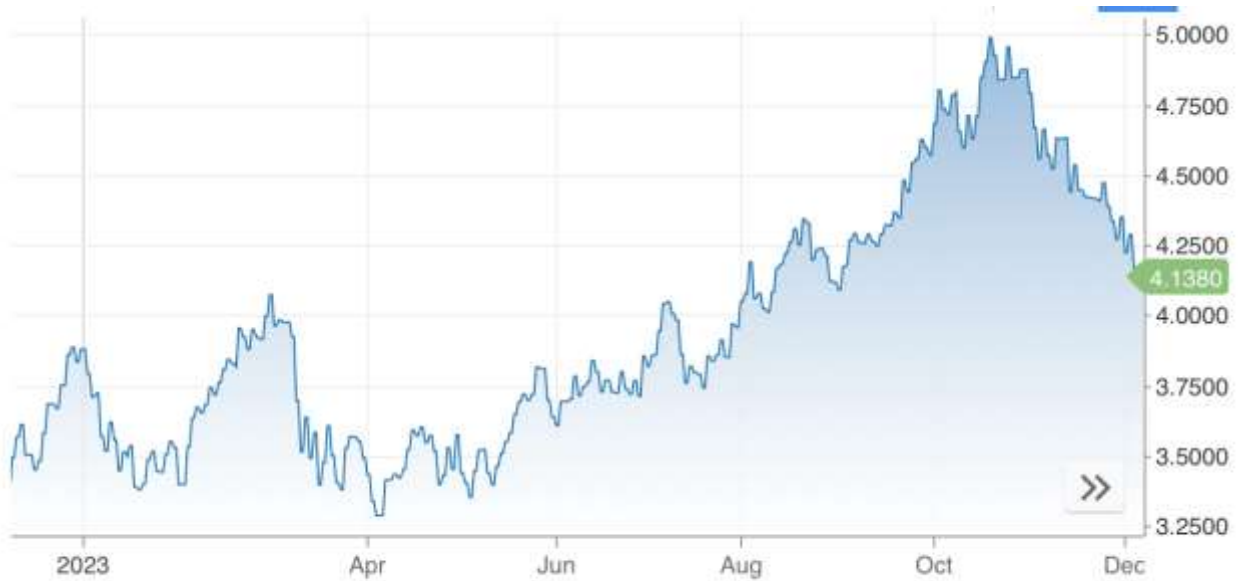
Resumen de Mercados

	Actual	5 semanas	YTD	2022
S&P 500	4580	8.8%	19%	-19%
NASDAQ	14297	10.3%	37%	-33%
Tasa Fed Funds *	5.50%	-	100	400
UST 2 *	4.64%	(56)	22	372
UST 10 *	4.15%	(74)	27	237
ETF acciones emergentes	39.12	6.3%	3%	-34%
ETF bonos emergentes	87.32	8.1%	3%	-27%
Riesgo País Arg	1897	-24.4%	-14%	31%

* Var pbs

En los mercados desarrollados, datos más moderados en materia de inflación así como algún enfriamiento en el mercado laboral llevaron a pensar que la Fed llegó a su tasa “terminal” y que en 2024 se podría ver algún recorte de tasa a partir de mayo o mediados de año. Ese contexto alentó los mercados de riesgo, llevando al S&P 500 a tener una suba de 8.8% en las últimas cinco semanas mientras que el Nasdaq subió un 10.3% en el mismo período también beneficiado por novedades en materia de desarrollo de inteligencia artificial. En cuanto a la tasa del Tesoro a 10 años cayó 74 puntos básicos en este período mientras que la tasa a dos años recortó 56 puntos básicos en su rendimiento.

Rendimiento del Bono del Tesoro a 10 años desde 2006



Fuente : Bloomberg.

Ante un contexto de tasas más moderado, los mercados emergentes en este período vieron una suba de 6.3% en materia de acciones, medidas por el etf EEM , por debajo del desempeño de los mercados desarrollados, mientras que los bonos emergentes en dólares reflejados en el etf EMB que replica el índice de mercados emergentes de JPM, tuvo un fuerte repunte del 8.1% en el mismo período, sacudido por la fuerte baja de tasa y el efecto de aumento de apetito por el riesgo.

Argentina

Riesgo país Argentina



Fuente: JPM

En Argentina, el riesgo país bajó después del balotaje y se consolidó esa tendencia en con reducciones posteriores, pasando de un nivel de más de 2400 pbs en la previa del 20 de noviembre a un nivel de menos de 1900 puntos básicos actualmente. El compromiso de honrar a rajatabla las obligaciones contraídas dio una señal positiva a los mercados de crédito, donde a nivel internacional es de destacar que Argentina cuenta con una buena posición técnica, dado que no hay tenencias fuertes de fondos del exterior.

Más allá de las designaciones del gabinete de la próxima administración y de un aparente giro hacia el pragmatismo en cuanto a políticas a seguir en el corto plazo respecto a las anunciadas en la campaña, existen tres temas sobre los cuales se deberán implementar cambios y hay distintas alternativas: devaluación, cepo y pasivos del BCRA.

En cuanto a la política cambiaria, después del balotaje hubo cambios en materia cambiaria, al pasar a permitirle a los exportadores vender 50 y 50 en el MULC (Mercado único y libre de cambios) y el CCL (contado con liquidación), respecto del mix 70 y 30 previo al 20 de noviembre. Se espera que el próximo gobierno de un paso hacia un sinceramiento cambiario pero existen dudas respecto de cómo se hará.

En cuanto a la devaluación, existen dos ideas dando vueltas en el mercado, que pensaba post balotaje ver un dólar a fines de diciembre en niveles en torno a los \$800, nivel en torno al cual giró la primera semana, imaginando una liberación de flujos en tanto se mantenían ciertas restricciones para los stocks de deuda en dólares con un tipo de cambio real muy competitivo y eliminando impuesto país y retenciones de impuesto a las ganancias. Luego, a partir de declaraciones a los medios de Guillermo Francos, se empezó a manejar la hipótesis de un ajuste en dos partes, un primer salto a un nivel de 650 en diciembre, con un tipo de cambio real menos competitivo mientras se mantendría una brecha y el impuesto País. En este último caso podría verse una corrección adicional durante el verano.

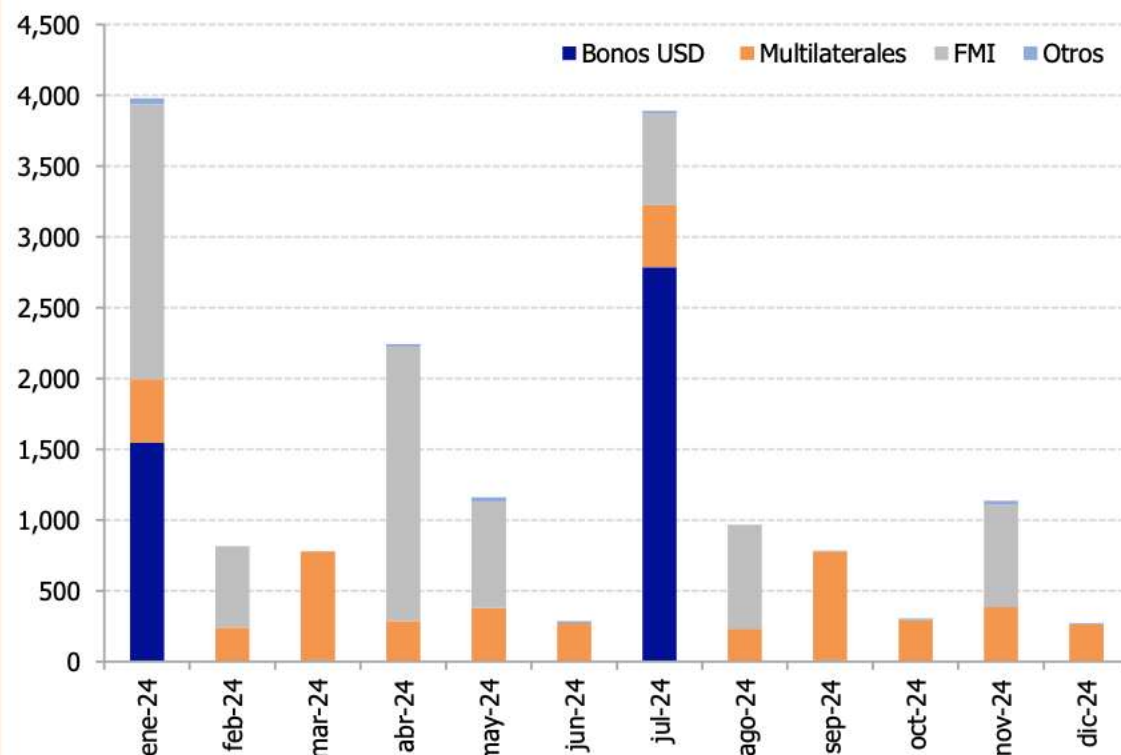
En cuanto al cepo, lo más razonable es que se mantengan restricciones sobre stocks dado que se necesitarían más de USD 30.000 millones para atenderlos, debido a que habría una demanda de USD 8.000 millones en dividendos no girados y unos USD 22.000 millones en demanda por deuda de importaciones, que producirían un overshooting en el tipo de cambio de no hacerlo de forma gradual.

Por otra parte, respecto del tema de los pasivos del BCRA habría tres caminos: por un lado, se podrían repagar con emisión si se consiguen dólares para cubrir la demanda potencial sin producir un overshooting en el tipo de cambio; por otra parte, podría realizarse un canje de deuda del BCRA por deuda del Tesoro a más largo plazo, aunque se produciría un descalce de plazos entre activos y pasivos de los bancos, mientras que una tercera vía sería una solución gradual que permita licuarlos en parte por tasa negativa, que dejen de crecer por reducción del déficit y cambios en los encajes.

En el caso de conseguirse fondos frescos, lo más razonable es que se utilicen para garantizar los pagos a organismos internacionales y los bonos al exterior, que ya en enero se deben enfrentar pagos por USD 1.500 millones a bonistas y USD 1.900 millones al FMI.

Vencimientos de deuda 2024

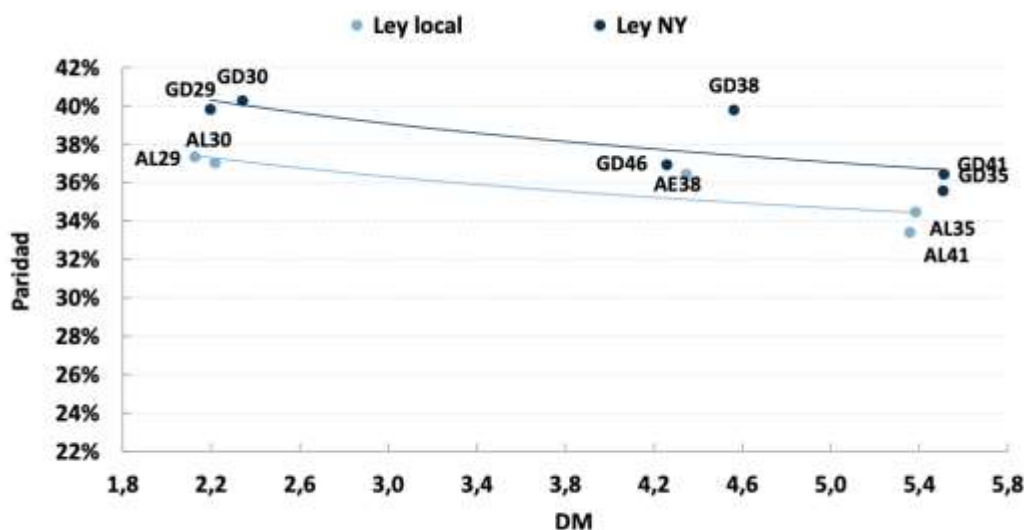
Capital + Intereses - En millones de US\$



Fuente: Econviews en base a MEcon y FMI

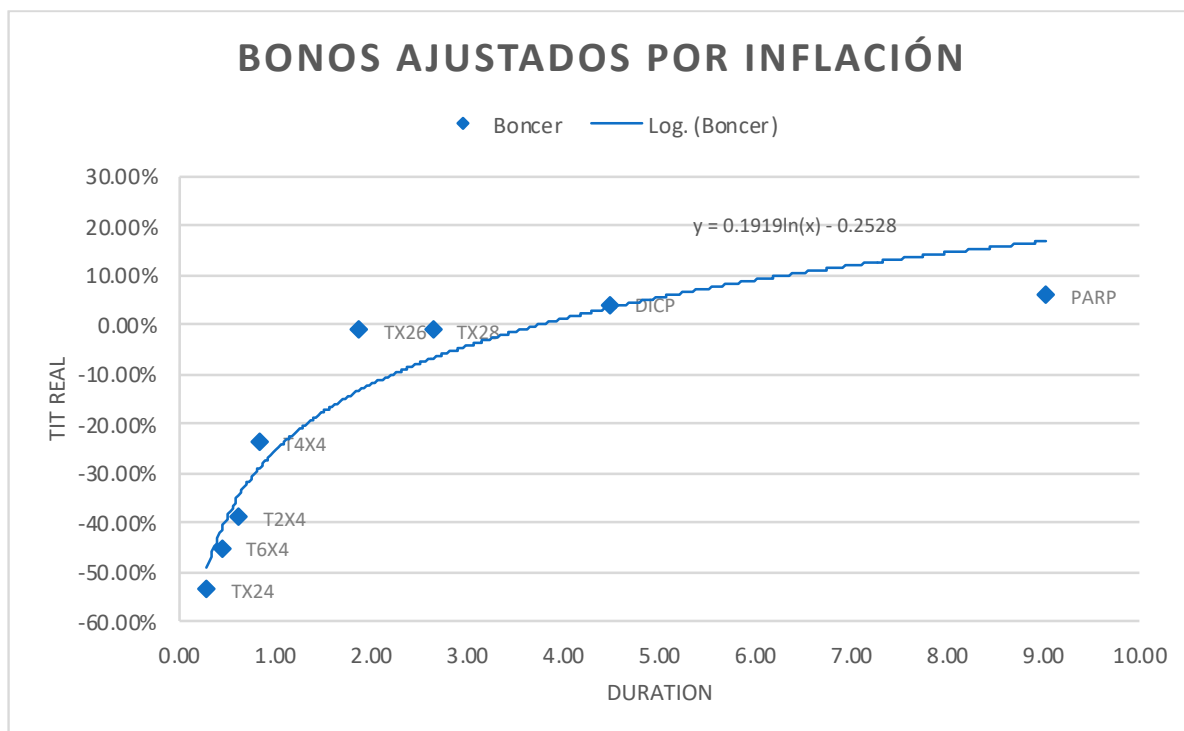
A pesar de contar con reservas negativas de más de USD 11.000 millones, existe expectativa de que el nuevo gobierno logre asegurarse fondos para cumplir con los pagos de deuda.

Las curvas de rendimiento vieron una fuerte compresión y tendencia a las desinversión, pero a pesar de ello paridades entre 35 a 40% presentan todavía un atractivo potencial en camino a una normalización que podría darse de realizarse una fuerte recorte del déficit fiscal y limitación de la emisión indiscriminada como fuente de financiamiento. No obstante, creemos que en el corto plazo, después de la suba post balotaje, la deuda podría mantenerse negociando en un rango, hasta que se avance en la realización de las políticas delineadas, con lo cual creemos que en el mediano plazo el potencial podría materializarse de la mano de la reducción de riesgo país a niveles más cercanos a otros de países emergentes. Por otra parte, en camino a una normalización, sería factible que el spread AL30 y GD30 que ha pasado a un 10% aproximadamente respecto de niveles de más de 20% meses atrás, podría volver a niveles en línea con los históricos donde oscilaron en torno a los 200 pbs de eliminarse las restricciones actuales sobre ciertos títulos.

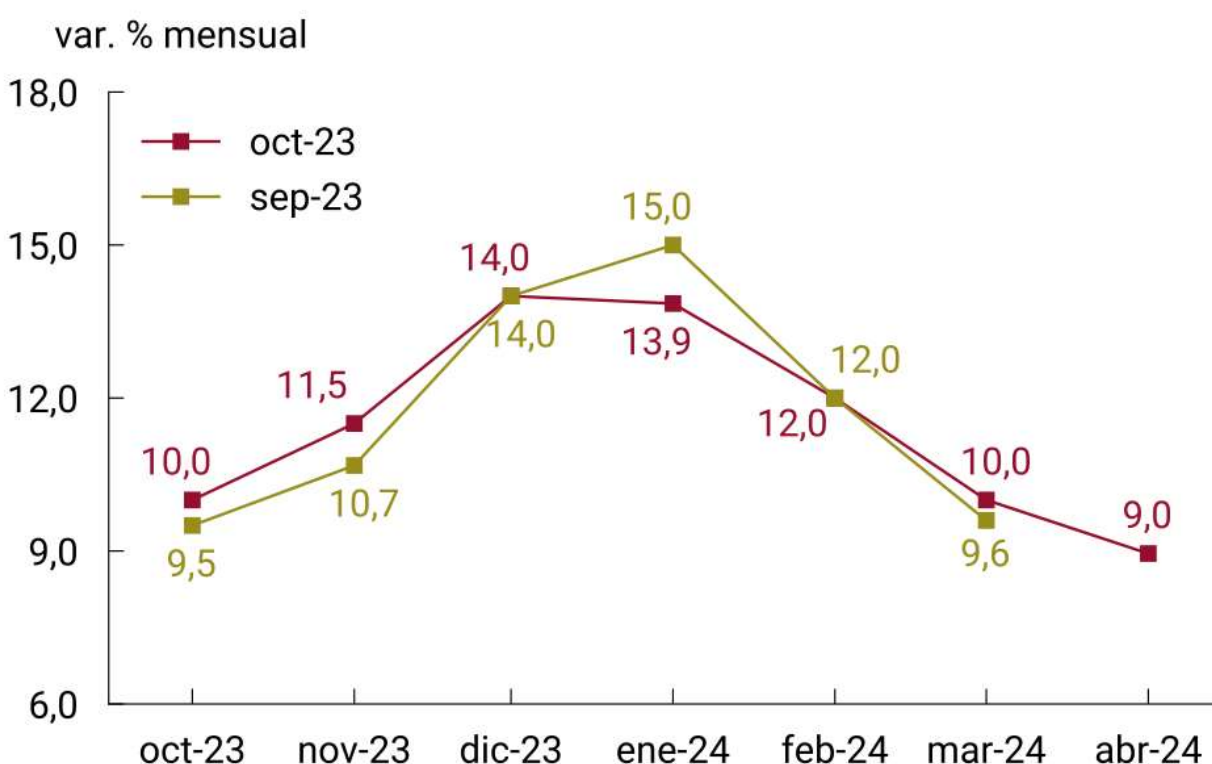


Mercado de deuda en pesos

En cuanto a la deuda en pesos, después del balotaje y de cara al cambio de administración se vio una fuerte suba de la deuda dólar linked en primer término que pasó a descontar un salto del tipo de cambio oficial a un nivel cercano a los 600/650 en la previa del fin de semana largo, mientras que en la última semana el rally más fuerte se dio en la deuda indexada por inflación que vio hundirse las tires reales a lo largo de la curva a niveles sin precedente reciente.

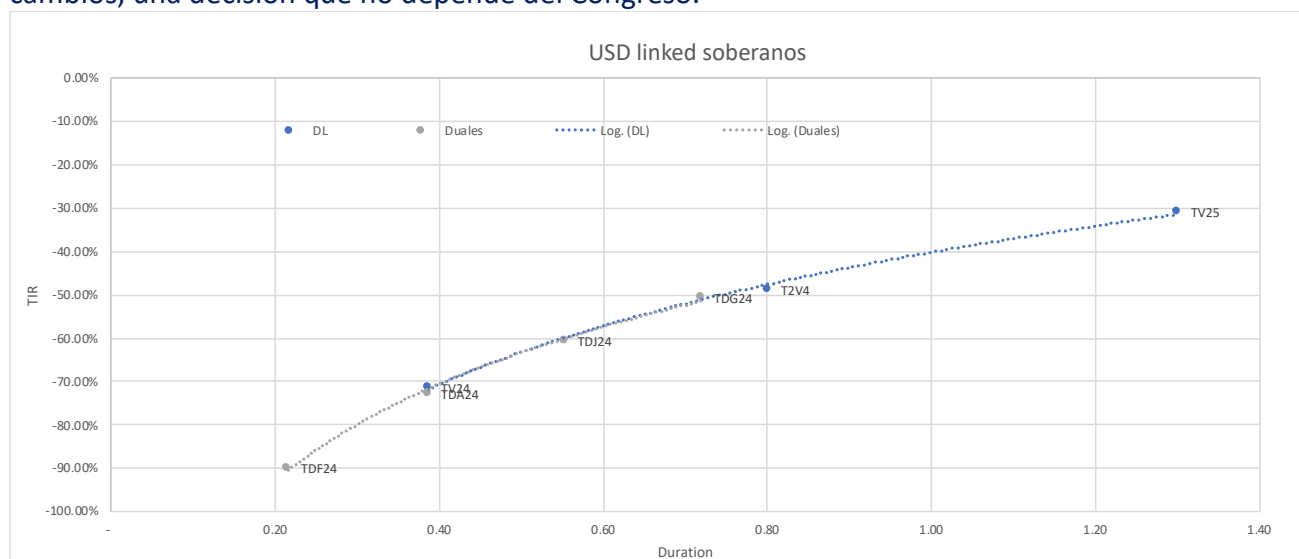


Incluso las Lecer cortas con vencimientos en enero y febrero que capturan la inflación de noviembre y diciembre, muestran rendimientos muy negativos, en torno a 40%. Hoy se conoció el dato de inflación de Ciudad de Buenos Aires que guarda una alta correlación con el dato nacional, y mostró un repunte de la misma en noviembre a dos dígitos, subiendo un 11.4% en el mes, en línea con datos de analistas recopilados en el Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA de octubre y dado a conocer en noviembre, que apuntaba a un 11.5% para noviembre y 14% para diciembre.



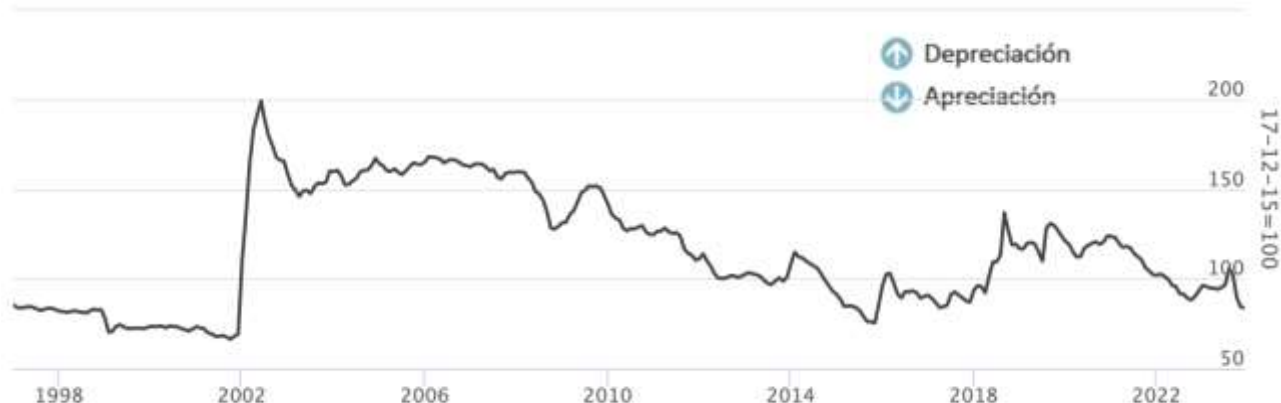
Fuente: REM - BCRA (oct-23).

En cuanto a las curvas dólar linked, se desplazaron fuerte a terreno negativo, acercándose a descontar un dólar de más de \$600 pesos con la próxima administración dejando poco espacio para la apreciación de darse este evento, y con expectativa de que podría resultar insuficiente en vista a la precariedad de la situación cambiaria, pero se entendería en pos de intentar mitigar el pass through a inflación de un sinceramiento de tipo de cambio al realizarlo en partes. De darse este escenario es presumible que se mantenga cierta brecha, la magnitud de la cual dependerá de las restricciones que se mantengan, y de las medidas que acompañen la decisión de ir sincerando el mercado de cambios, una decisión que no depende del Congreso.



En el gráfico a continuación se observa el grado de atraso de tipo de cambio oficial en un contexto histórico que lo ubica en niveles cercanos a los de 1998.

Tipo de cambio real multilateral



Views de mercado

En el plano internacional, la moderación de la tasa americana en el último mes junto con el cambio en la perspectiva que ahora vuelve apuntar a ver modestos recortes en 2024, permite una mejora del panorama de financiamiento para Argentina y para los activos de riesgo en general.

En el caso de Argentina, el cambio de administración cuenta con una alta aprobación dados los resultados del balotaje que deberían aprovechar para implementar a la brevedad las políticas que busquen atender los diversos desequilibrios económicos, en el plano cambiario primordialmente, para ir normalizando la situación de comercio exterior, y reducir el déficit fiscal, tal como se prometió en la campaña. Los precios de los activos de renta fija en moneda dura descuentan escenarios todavía muy negativos que creemos tenderán a alejarse en la medida en que se implementen adecuadamente los planes de reducción de déficit, eliminaciones de regulaciones y restricciones y sinceramiento del mercado cambiario.

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, las primeras descontando un salto en el tipo de cambio a un nivel de \$600 mientras que los segundos presentan tires negativas hasta 2026, por lo cual vemos más valor actualmente en deuda hard dollar que en pesos a estas paridades.

El refugio para evitar la volatilidad en este contexto es la deuda corporativa en dólares, en particular de sector de energía. PAE27, o Pampa 27 son las alternativas para quien busque minimizar volatilidad aunque parezcan rendimientos cercanos a los del mundo desarrollado, mientras YPF26 garantizado puede ofrecer una relación riesgo rendimiento más decente.

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.