

Informe de Mercado

HIGHLIGHTS

- En **EEUU**, el reporte del empleo de abril dio lugar a una esperanza de que la Fed recorte las tasas este año hasta dos veces, respecto de un recorte hasta la semana anterior o incluso ninguno según algunos analistas. Además, la semana pasada la Reserva Federal mantuvo sin cambios las tasas y el bono del Tesoro americano bajó a 4.5% de niveles de 4.7% que vio desde mediados de abril cuando un índice de precios de marzo por encima de lo esperado había alejado las posibilidades de ver bajas de tasas en el año. En cuanto a la temporada de balances, con un 86% de las empresas habiendo reportado, las empresas ganaron un 5.8% más que el año pasado, casi 3 puntos arriba de la inflación. **Será clave el dato de inflación de abril que se conocerá el miércoles 15 de mayo.**
- En Argentina, la deuda hard dollar tuvo un fuerte outperformance en el último mes donde el riesgo país bajó casi 100 pbs más, aunque subió marginalmente en las últimas ruedas ante posibles dilaciones en la aprobación de la ley Bases y el paquete fiscal. El ancla fiscal del plan del gobierno es su mayor fuerte, en tanto en el frente monetario el BCRA ha bajado dos veces la tasa en las últimas semanas dejando la tasa de referencia en 50%, con un margen más acotado hacia delante. Abril mostró una marginal mejora en la recaudación tributaria y habría logrado otro mes de superávit primario y financiero. Por otro lado, el frente cambiario continúa acumulando reservas y la expectativa de mantenimiento del 2% de crawling peg por los próximos meses se afianza a la vez que se avizora el levantamiento del cepo hacia fin de año o principios de 2025 ante el fuerte peso del impuesto PAIS en la recaudación y la falta de alternativas para reemplazarlo en el inmediato plazo. La inflación tiende a desacelerarse de forma rápida, se espera un dato en torno a 9% con riesgo hacia abajo para abril, que se conocerá el martes 14 mientras que en cuanto a los precios relativos son los servicios ahora y los precios regulados los que todavía inciden al alza. Hay una brecha importante entre lo priceado por el mercado y por las consultoras en materia de inflación para el resto del año. El gobierno sobrecumplió las metas acordadas con el FMI para la octava revisión del acuerdo stand by y ello permite el desembolso de casi USD 800 millones en junio. No obstante, se generó cierto ruido con la propuesta del gobierno para saldar la deuda con las generadoras eléctricas que pretende el pago con títulos AE38. En cuanto a los Bopreal, se siguió colocando la serie 3, con alta demanda (USD 1709 millones) ayer, ahora por la posibilidad de utilizarlos para pagar dividendos retenidos, a pesar de que el tipo de cambio implícito es más elevado.
- **En cuanto al mercado local, el mayor interés de corto plazo pasa por las Lecaps, ante el desplome de la inflación aunque con una expectativa de salida del cepo a fin de año, con un view de mediano plazo la parte media de la curva CER también luce interesante. En tanto, el panorama para la deuda hard dollar es constructivo aunque con algo mayor de volatilidad ahora que los rendimientos han comprimido tanto en pocos meses, siendo al GD35 el instrumento más atractivo y en materia de títulos dólar linked nos luce interesante el Bopreal serie I A. El Merval en dólares ronda los USD 1350, casi duplicando el nivel que llevaba a principios de noviembre 2023.**

Resumen de Mercados

	Actual	4 semanas	YTD	2023	2022
S&P 500	5222	1.9%	9.1%	25%	-19%
NASDAQ	16348	1.1%	8.1%	44%	-33%
Tasa Fed Funds *	5.50%	-	-	100	400
UST 2 *	4.86%	(2)	59	(15)	372
UST 10 *	4.50%	-	68	(6)	237
ETF acciones emergentes	42.56	5.0%	5.6%	6%	-34%
ETF bonos emergentes	88.62	0.8%	-0.9%	6%	-27%
Riesgo País Arg *	1263	(68)	(629)	(321)	525

* Var pbs

En EEUU, el reporte del empleo de abril mostró una menor creación de puestos de trabajo no agrícolas a lo previsto con 175.000 empleos respecto de una expectativa de 240.000. Además, la tasa de desempleo subió de 3.8 a 3.9% y el ritmo de suba del salario promedio fue de 2.4%, un avance compatible con la meta de la Reserva Federal que el ritmo de crecimiento del primer trimestre que fue del 4%. El mercado de futuros vuelve a pricear dos recortes de tasas, uno en septiembre y otro en diciembre, dejando las tasas a fin de año en niveles de 5%. En cuanto al bono a 10 años, después del reporte del empleo volvió a negociarse en niveles en torno a los 4.45 a 4.5% respecto de niveles cercanos a 4.7% desde mediados de abril.

Rendimiento del Bono del Tesoro a 10 años



Fuente : Bloomberg.

A pesar de la suba de los yields de la deuda, los índices accionarios lograron anotar una suba de 1.9% para el S&P y del 1.1% para el Nasdaq en el último mes, motorizado por un mercado que logra presentar resultados por encima de lo previsto en términos generales y con ganancias que superan la inflación por casi dos puntos. Con 92% de las empresas habiendo ya presentado resultados, 78% de las empresas lograron mostrar sorpresas positivas de EPS y 59% reportaron ganancias que superaron las expectativas. El crecimiento de las ganancias promedio fue de 5.4%. Cabe destacar que los resultados están fuertemente afectados por los resultados de las “Magníficas 7”, ya que sin cinco de estas compañías (Alphabet, Amazon, NVIDIA, Meta y Microsoft) el S&P500 hubiera mostrado una caída en las ganancias. Los sectores que más contribuyen al crecimiento de las ganancias fueron comunicaciones, utilities, consumo discrecional y tecnología, mientras que los sectores de peor desempeño fueron salud, energía y materiales.

En cuanto a los mercados emergentes, tuvieron un mejor desempeño que los mercados desarrollados en materia de acciones, con una fuerte suba de 5% en materia de acciones, de acuerdo al etf EEM que replica el índice de mercados emergentes de MSCI, mientras que la deuda emergente vio una suba de 0.8% ante la baja en el yield de la deuda libre de riesgo.

Argentina

Se mantiene el ancla fiscal y se desacelera la inflación pero hay dudas en el Congreso

En el último mes, el plano económico y financiero en Argentina continuó mostrando el curso marcado en los últimos meses, con un superávit fiscal que apunta a mantenerse en abril, una tendencia a la desaceleración fuerte de la inflación reflejada en el último REM, dólares financieros en relativa estabilidad, a la vez que el panorama de la macro parece haber tocado piso en marzo con números de actividad, y construcción mostrando fuertes bajas. El gobierno posterga ciertos ajustes en precios regulados a fin de consolidar la tendencia a la desaceleración de la inflación y moderar la dura situación social.

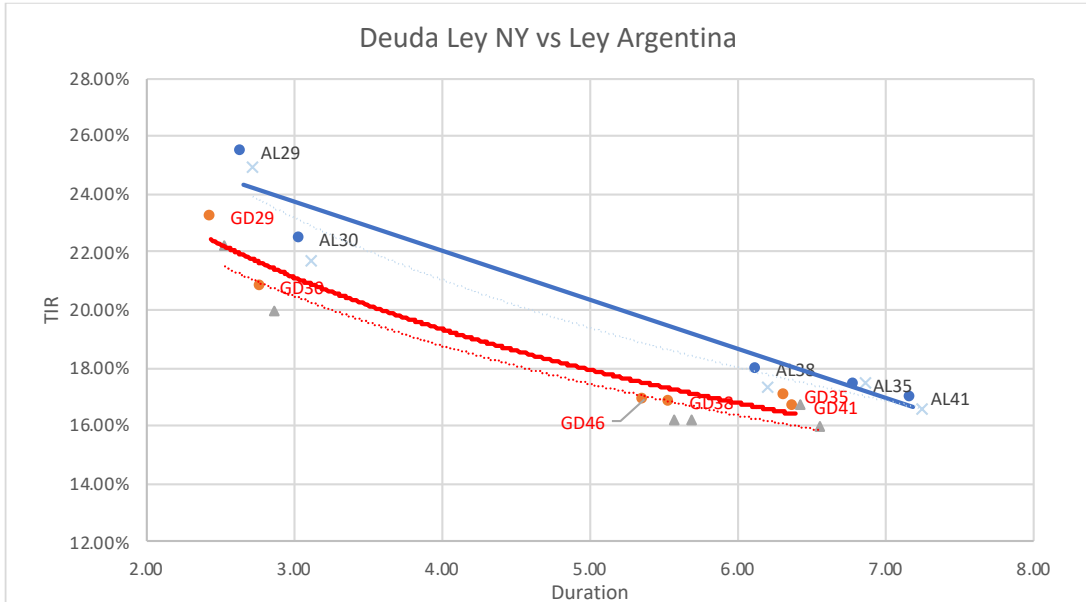
Caputo viajó a Washington y con metas con el FMI sobrecumplidas se espera el próximo desembolso relacionado con la octava revisión del acuerdo acordado con el fondo (ver [Comunicado Economía](#)). Las metas fiscales, monetaria y de reservas están todas sobrecumplidas, y la inflación se desacelera a un ritmo más rápido al previsto. En este contexto, el riesgo país tendió a reducirse, llegó a una reducción de casi 200 pbs al pasar de más de 1350 el 16 de abril a 1150 el 22 de abril al pasar la ley Bases por diputados, pero luego cedió algo de terreno dejando una reducción neta de 70 pbs en el período en cuestión, debido a la incertidumbre en torno al paso de la ley Bases en el Senado. Creemos que el escenario base es de que la ley de desregulación se logra aprobar en el Congreso pero puede haber ciertos cambios y negociaciones en el camino.

Riesgo País Argentina



En el mes, la deuda hard dollar vio una marginal variación, con una baja promedio de 1.8% para la deuda bajo ley internacional, siendo el Global 2041 el más perjudicado con una baja de 3.3%, mientras que la ley bajo ley local vio una baja promedio de 0.1%, con un outperformance relativo del Bonar 2035 que en este período subió 1.9%. Cabe destacarse que como veníamos comentando en nuestros informes anteriores, con un escenario constructivo de mediano plazo, el global o bonar 2035 es el instrumento de mejor desempeño potencial debido a su duración más larga y baja paridad. En nuestro escenario base, consideramos que en la medida en que el gobierno mantenga la fuerte disciplina fiscal y monetaria y avance en la desregulación de la economía, se puede continuar reduciendo la brecha del riesgo país respecto de otros países de la región.

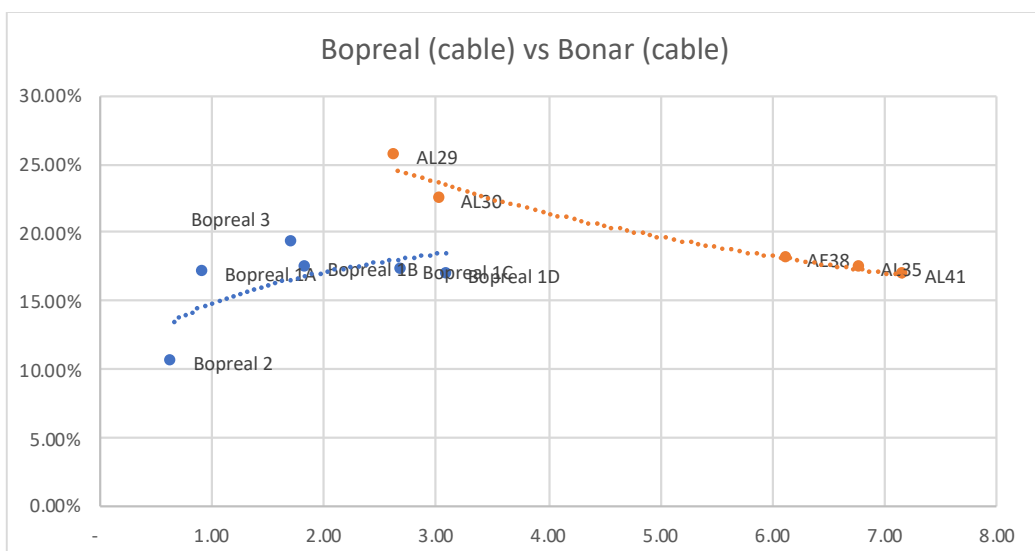
Un comentario adicional respecto de la deuda hard dólar a mencionar es la oferta del ministro de Economía a las empresas generadoras de energía de pagar la deuda de CAMMESA no pagada por el Estado en diciembre y enero por USD 1.200 millones, con un bono AE38, el cual se emitiría a valor nominal y cotiza en torno al 48% en el mercado, cuestión que implicaría una quita si se vendiera en el momento, aunque si las perspectivas son favorables aumentaría su paridad en el tiempo, hipótesis central de Economía. Empresas como YPF, Pan American Energy, PlusPetrol y Albanesi aceptarían la propuesta mientras que todavía hay rechazos de algunos sectores. De todas maneras, esta propuesta se sumó a los factores que detuvieron la baja del riesgo país ante un aumento de oferta de títulos, y también dejó algunas dudas en los inversores a resolver el pago de una deuda con un bono al 2038.



Bopreal

En la última semana, el Banco Central volvió a ofrecer la tercera serie de Bopreal, esta vez, ampliando su uso para el pago de dividendos retenidos, para no residentes y otros corporativos, y ello permitió una alta demanda, de USD 1709 millones, con lo cual sólo quedarán USD 95 millones de la serie 3 a emitirse la próxima semana. Cabe destacarse que el tipo de cambio implícito es elevado, al ubicarse unos \$200 por encima de los dólares financieros.

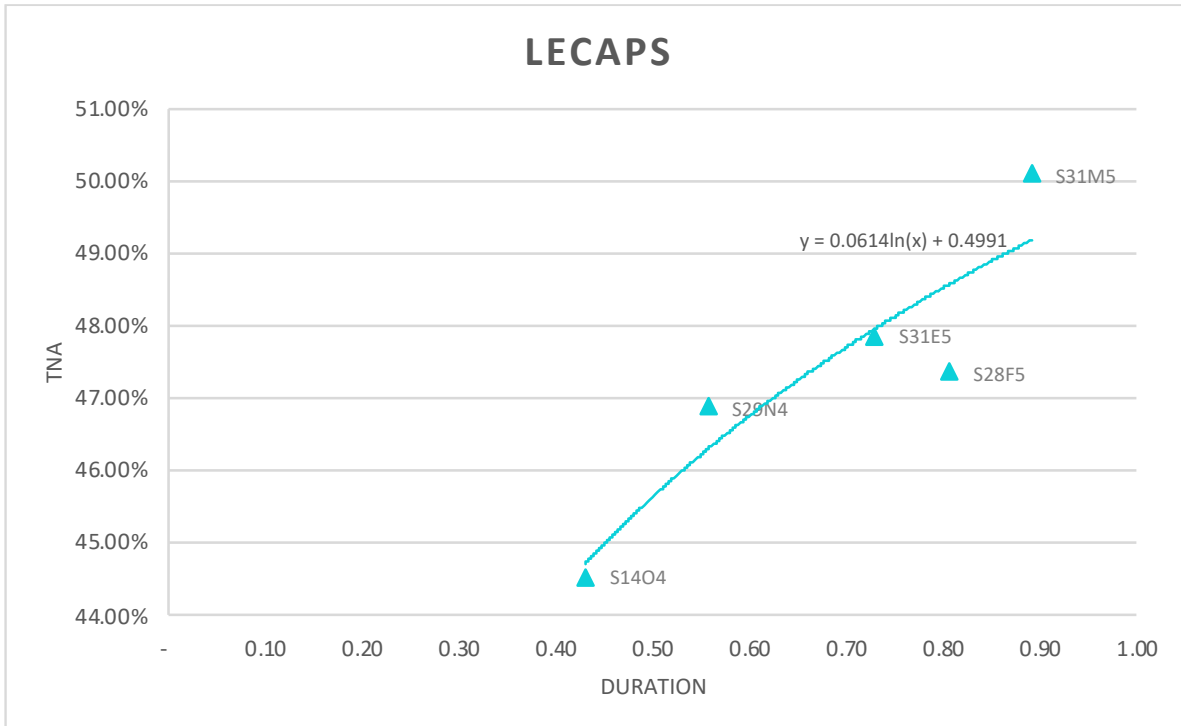
Con respecto a la curva Bopreal, se volvió a ampliar el spread entre el Bopreal 2 (BPJ25) y el Bopreal 1A a la vez que el Bopreal 3 (BPY26) volvió a ver una suba de rendimientos y quedar algo desarbitrado en la curva. Creemos que el Bopreal 1A interesante a estos yields, así como el Bopreal 3 (BPY26) a estos rendimientos con una duración algo superior, como alternativas de menor volatilidad y rendimiento atractivo. Cabe destacarse que el Bopreal 1A funciona como un dólar linked en el sentido que está denominado en dólares pero al ejercerse la opción de put en abril de 2030 al BCRA o bien utilizarse para el pago de impuestos a partir de dicha fecha, se considera en pesos al tipo de cambio ya sea oficial o financiero a este último fin. Por otra parte, también observamos que el spread entre el soberano y la deuda del BCRA en los títulos más comparables, AL29 vs Bopreal 1C y , AL30 vs Bopreal 1D, muestra un importante espacio para comprimir todavía.



Mercado de deuda en pesos

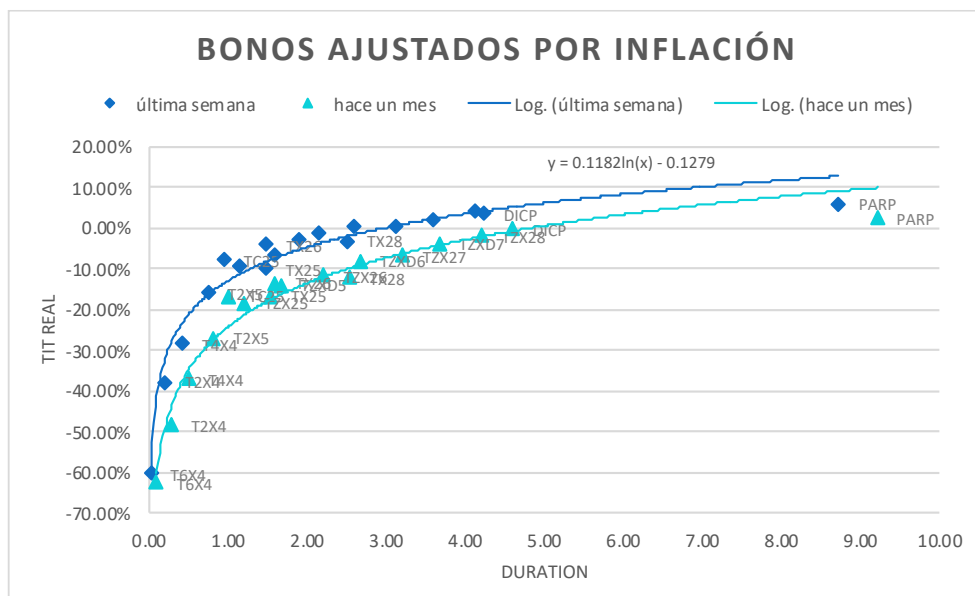
En las últimas semanas se llevaron a cabo dos licitaciones de deuda en las cuales se destacó la colocación de nuevas Letras capitalizables a tasas cada vez más bajas, con las cuales ya se puede observar toda una curva de lecaps con vencimientos entre octubre y marzo de 2025.

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration	TEM
S14O4	14-Oct-24	4.75%	111.15	50.44%	0.42	3.71%
S29N4	29-Nov-24	4.40%	107.5	51.83%	0.55	3.91%
S31E5	31-Jan-25	5.50%	128.5	50.90%	0.72	3.99%
S28F5	28-Feb-25	4.50%	115	49.50%	0.79	3.95%
S31M5	31-Mar-25	4.10%	108	51.45%	0.88	4.17%



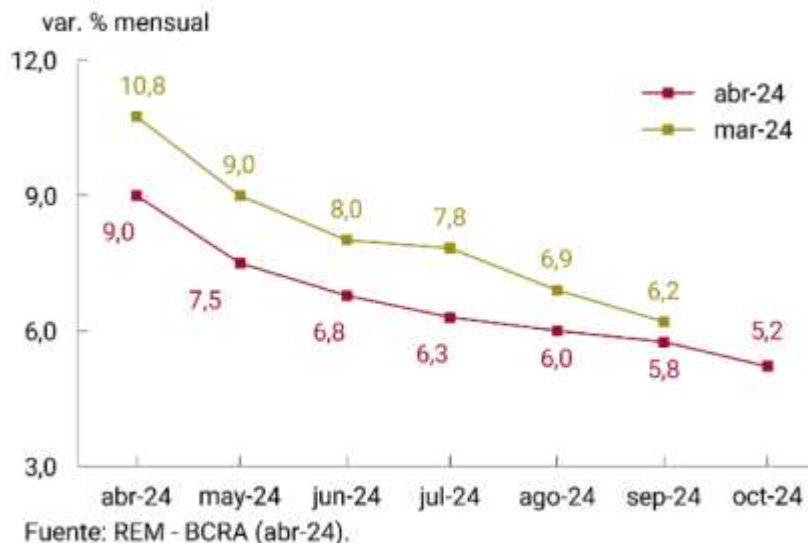
Con una tendencia a la baja en la inflación para los próximos meses, las lecap han tenido un muy buen desempeño desde su lanzamiento y ya se encuentran cotizando por arriba de la par, y la curva suele presentarse casi perfectamente arbitrada con marginales desvíos. Por el momento, las letras más atractivas son las de noviembre 2024 (S29N4) y la de marzo 2025 (S31M5). En el último mes, el BCRA bajó la tasa de referencia en dos ocasiones primero coincidiendo con la licitación del Tesoro del 24 de abril, cuando pasó de 70% de TNA a 60% de TNA, y luego en una medida que tomó por sorpresa por el timing al mercado, el 2 de mayo, volvió a bajarla a 50% de TNA, dejando así una tasa efectiva anual de referencia de 64.82%. Se especula con que todavía habría cierto margen para alguna baja adicional pero no mucho más de 5 a 10 pp. Con esta baja de tasas el BCRA reduce los intereses que paga por pases, y continúa el proceso de saneamiento de la institución.

Con respecto a la curva CER, la fuerte desaceleración de las expectativas de inflación llevó a una corrección en la misma, es decir un desplazamiento al alza, a menores niveles de rendimientos reales negativos.



Si bien las expectativas de baja de inflación son importantes, se observa que el promedio de analistas de mercado apunta a niveles de inflación en torno a 5-6% para los próximos meses, mientras que las tasas de las Lecap (TEMs) no llegan al 4%, cuestión que lleva a pensar que el mercado anticipa bajas más marcadas en la inflación, cuestión de debate. Por lo tanto, con el mercado priceando una marcada desaceleración de la inflación que luce muy factible de corto plazo pero que despierta algunas dudas a unos meses vista, la exposición más interesante pasaría por una combinación de Lecaps de noviembre y marzo, junto con algunos títulos medios CER, como TX26 y TZXD6, siendo este último un título ya con rendimiento real neutro.

Fuerte desaceleración de las expectativas de inflación- Nivel General



Este martes 14 se conocerá el dato de inflación nacional, a las 16 hs. El mercado anticipa en promedio un dato en torno al 9%, aunque el riesgo es a la baja. En la ciudad de Buenos Aires, la inflación fue del 9.8% en abril y si bien es un dato que se considera un proxy válido, cabe tenerse en cuenta que existe una mayor ponderación de servicios en el índice de BA que en el índice nacional y en los últimos meses la diferencia entre ambos datos se ubicó en torno a los 2 puntos.

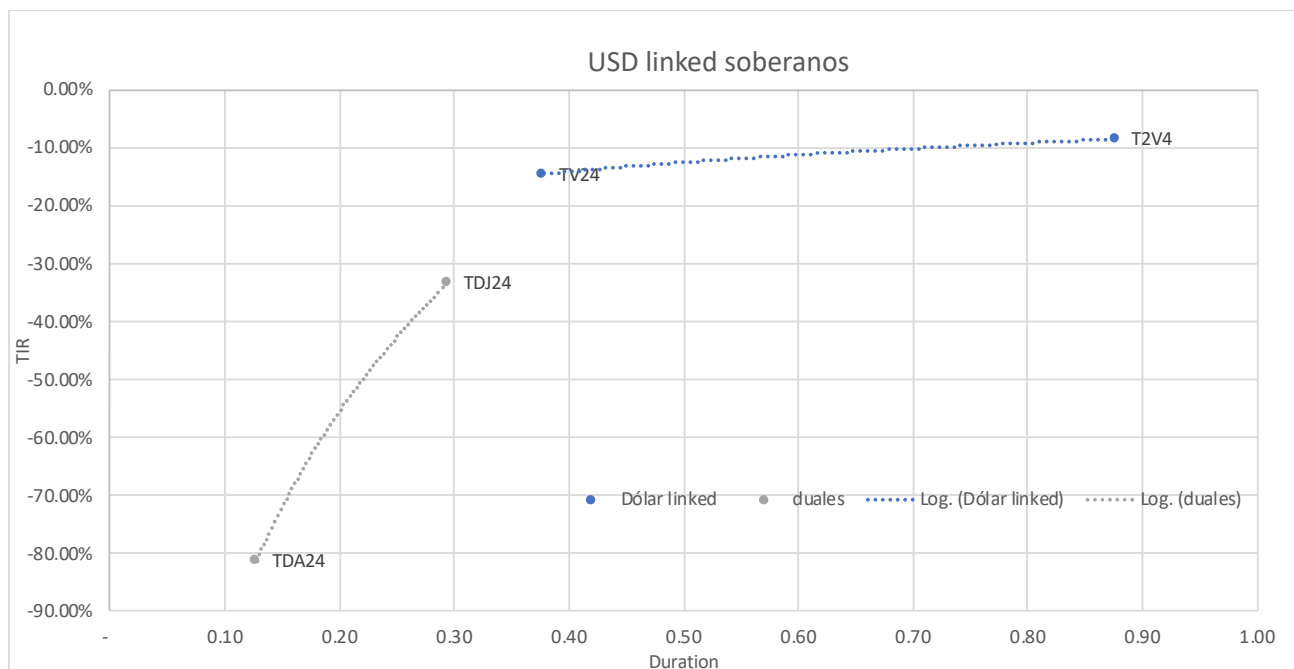
En el ámbito cambiario, el BCRA continúa la compra de divisas, y acumula USD 15.828 millones desde la devaluación del 13 de diciembre. El mercado no espera cambios de corto plazo en la política de crawling peg al 2% que lleva el BCRA y el levantamiento del cepo se va postergando hacia el último trimestre del año en las expectativas o hacia principios del año próximo.

En Rofex, las expectativas de devaluación han visto un fuerte ajuste en el último mes donde han caído hasta 10 puntos para los plazos más largos, pasando de más de 63% a 50% actualmente, en línea con las tasas de referencia.

Ajuste de Dólar Rofex	10 may 2024	Tasa Implícita	Vencimiento
Cierre del día (Precio Spot)	882,7500		10/5/2024
Mayo	902,0000	37,90%	31/5/2024
Junio	930,0000	39,87%	28/6/2024
Julio	962,5000	40,21%	31/7/2024
Agosto	992,5000	40,52%	30/8/2024
Septiembre	1031,0000	42,87%	30/9/2024
Octubre	1071,0000	44,73%	31/10/2024
Noviembre	1120,5000	48,43%	29/11/2024
Diciembre	1166,0000	50,05%	30/12/2024
Enero 2025	1215,0000	51,65%	31/1/2025
Febrero 2025	1250,0000	51,65%	28/2/2025
Marzo 2025	1281,0000	50,67%	31/3/2025
Abril 2025	1320,0000	50,93%	30/4/2025

Con respecto a las curvas dólar linked y duales, los primeros cotizan en línea con la curva CER mientras que los segundo cotizan algo caros respecto de los futuros, y lucen más atractivas alternativas

del ámbito corporativo. Debido a la postergación de las expectativas de levantamiento del cepo, el segmento dólar linked vio menor atractivo en los últimos meses y ha sido el segmento de fondos con más rescates en el año. No vemos demasiado atractivo este segmento per se, a los precios actuales pero para quien busque esta cobertura nos inclinamos por alternativas corporativas con vencimiento en el segundo trimestre de 2025 o bien el Bopreal 1A, que mencionábamos anteriormente con un rendimiento más interesante.



Views de mercado

En el plano internacional, los ojos del mercado y de la Reserva Federal están puestos en el reporte de inflación minorista que se conocerá el miércoles y será clave para moldear las expectativas de tasas en EEUU, y su impacto en los mercados de riesgo.

En Argentina, la perspectiva para los activos de riesgo sigue siendo positiva aunque ahora sujeta a una potencial mayor volatilidad por la parte política desde lo local y por la volatilidad de tasas desde lo internacional. Los principales desafíos siguen siendo la gobernabilidad para afrontar las reformas estructurales que se espera pasen eventualmente por el Congreso con la nueva versión de la ley bases, y la paciencia de la sociedad al ajuste, aunque en general las expectativas a un año vista son positivas.

En materia de títulos en dólares o dólar linked, con duración corta el Bopreal 1 A luce interesante, mientras que en deuda soberana la parte larga de la curva gana atractivo de mediano plazo, en especial el GD35, aunque la parte corta todavía tiene terreno para comprimir reflejado en el amplio spread entre bopreales y bonares cortos.

En cuanto a la deuda en pesos, un mix entre lecaps cortas (noviembre y marzo) y deuda CER de mediano plazo (TX26, TZD26) parece ser la mejor combinación de cara a una inflación que se desacelere fuertemente de corto plazo, pero que tal vez sea más difícil de domar una vez logrados niveles en torno a 4%. Por otra parte, para quien busque exposición dólar linked, corporativos DL on vencimiento Q2 25 o Bopreal 1A parecen la mejor alternativa.

El refugio para evitar la volatilidad como siempre es la deuda corporativa en dólares, en particular de sector de energía, donde los rendimientos más interesantes pasan por YPF25, o bien YPF 31 garantizado, para quien busque mayor duración, o el nuevo PAE 3032, para quien busque alargar duración a un rendimiento decente y excelente calidad crediticia.

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.