

Informe de Mercado

HIGHLIGHTS

- En **EEUU**, el reporte de inflación minorista dio un alivio al mercado al salir por debajo de lo esperado. Si ello se suma a un informe del empleo flojo de abril y ventas minoristas planchadas, la economía americana no parece sobrecalentada y se abre la posibilidad a ver una baja de tasas de referencia de la Reserva Federal en septiembre. Los mercados de riesgo reaccionaron al alza ante este panorama.
- En **Argentina**, el sector público mostró como se esperaba un nuevo superávit fiscal en abril y volvió a bajar las tasas de referencia en 10 pp a 40%, siendo esta la tercera baja en menos de un mes. La inflación de abril salió en línea con lo esperado en 8.8% y se espera un número incluso menor para mayo. La tendencia a la baja en la inflación ayudada por la postergación de la suba de algunos precios regulados en un contexto de cepo y con la determinada intención de reducir la emisión endógena permitió esta nueva baja de tasas de interés. Si bien hubo algún repunte de los dólares financieros, este fue menor. También en la semana y ya habiéndose anunciado la baja de tasas, el Tesoro anunció una licitación para renovar los vencimientos de la Lecer de mayo y el T6X4, ofreciendo como novedad toda una serie de Lecaps cortas con TEMs superiores al 4% generando un claro incentivo a los bancos para pasar de pases a Lecaps. La licitación fue exitosa y logró un importante financiamiento neto positivo. Por el lado del BCRA, este continúa con la acumulación de reservas superando los USD 15.000 millones desde la devaluación del 13 de diciembre y el panorama cambiario apunta por el momento al mantenimiento del cepo hasta el último trimestre del año y también del crawling peg al 2%. En este contexto, la baja de tasas podría pensarse que fue la última o que queda ya muy poco margen para seguir bajando, mientras la discusión sobre el tipo de cambio real necesario para la economía es un debate habitual. Un tema clave de la última semana fue la dificultad de avanzar con la ley Bases en el Senado, cuestión que influyó en el comportamiento de la deuda hard dollar, reflejado en el estancamiento del riesgo país en niveles en torno a los 1300 pbs a pesar de un contexto externo favorable. La deuda en dólares parece de momento haber encontrado una resistencia en su tendencia a converger con otros países de la región.
- **En cuanto al mercado local, el mayor interés de corto plazo pasa por las Lecaps, ante la baja de tasas y el desplome de la inflación esperado para los próximos meses. La baja de tasas afecta a los fondos de Money Market, induciendo el paso a los T+1 que invierten en Lecaps y capturan un mejor rendimiento. En tanto, 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 con un view de largo plazo y Bopreal 2026 con un view de corto o bien AL30.**

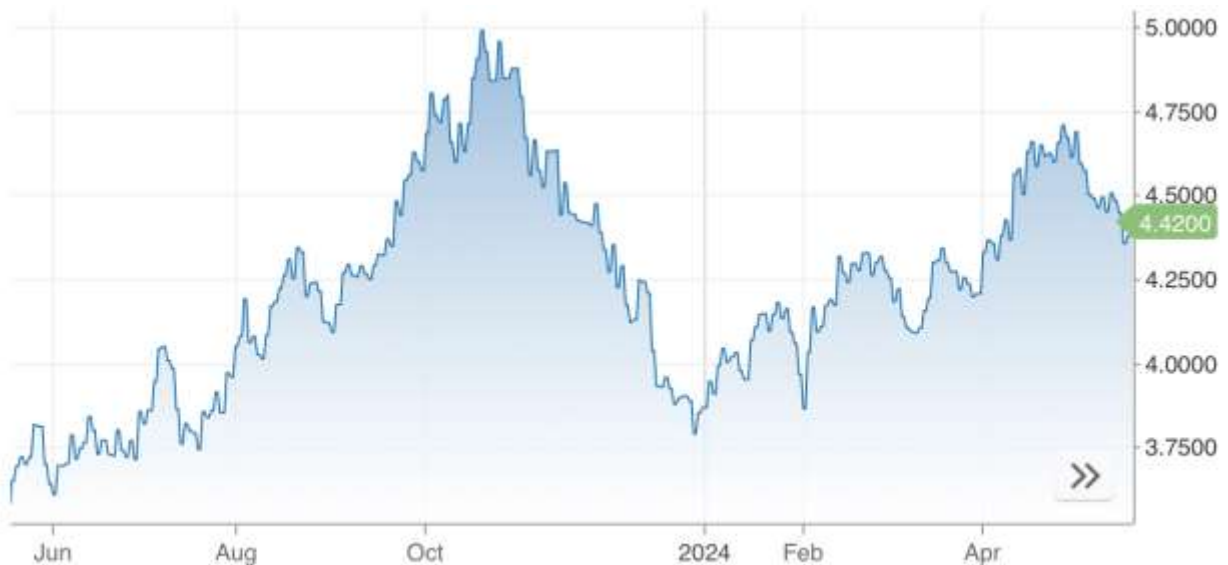
Resumen de Mercados

	Actual	1 semana	YTD	2023	2022
S&P 500	5303	1.6%	10.8%	25%	-19%
NASDAQ	16685	2.1%	10.3%	44%	-33%
Tasa Fed Funds *	5.50%	-	-	100	400
UST 2 *	4.83%	(3)	56	(15)	372
UST 10 *	4.42%	(8)	60	(6)	237
ETF acciones emergentes	43.79	2.9%	8.6%	6%	-34%
ETF bonos emergentes	89.41	0.9%	0.0%	6%	-27%
Riesgo País Arg *	1263	-	(629)	(321)	525

* Var pbs

En EEUU, el informe de inflación minorista mostró un avance del 0.3% en abril, por debajo del 0.4% esperado. El informe fue 70% nafta y alquileres, los que subieron 0.38% en abril, por debajo del 5% anualizado por primera vez desde octubre. En tanto la inflación núcleo fue del 0.3% en línea con lo esperado. Y la inflación anual ascendió a 3.6%, la menor desde abril de 2021. Por otra parte, el reporte de inflación mayorista también mostró datos por debajo de lo previsto y las ventas minoristas prácticamente no vieron cambios en abril, saliendo por debajo de lo esperado y mostrando una caída del consumo real de 1% en el primer trimestre del año. Con estos datos, las chances de que la Fed recorte las tasas en septiembre aumentaron, y ahora se descuenta una posible baja en un 75%. El mercado pricea dos recortes en el año, dejando la tasa de referencia en 5% a fin de diciembre. La próxima reunión de la Fed será el 12 de junio y es cuando se publicarán sus proyecciones macro actualizadas, el famoso “dot plot”.

Rendimiento del Bono del Tesoro a 10 años



Fuente : Bloomberg.

Ante la mejora del panorama de inflación y al volver a considerarse la posibilidad de ver dos recortes de tasas en el año, los índices accionarios lograron anotar una suba de 1.6% para el S&P y del 2.1% para el Nasdaq en la semana.

En cuanto a los mercados emergentes, tuvieron un mejor desempeño que los mercados desarrollados en materia de acciones, con una fuerte suba de 2.9% 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 0.9% ante la baja en el yield de la deuda libre de riesgo.

Argentina

Se complica la Ley Bases, pero la inflación se desacelera y se logró un nuevo superávit financiero.

En la semana, a pesar de un mejor contexto internacional, de haber sobrecumplido las metas de la octava revisión del acuerdo con el FMI, y de haber logrado por cuarto mes consecutivo, superávit financiero (aunque esta fue del 0.2%), la deuda en dólares tendió a estancarse. El superávit financiero esta vez fue de \$17.000 millones mientras que el superávit primario fue de \$265.000 millones,

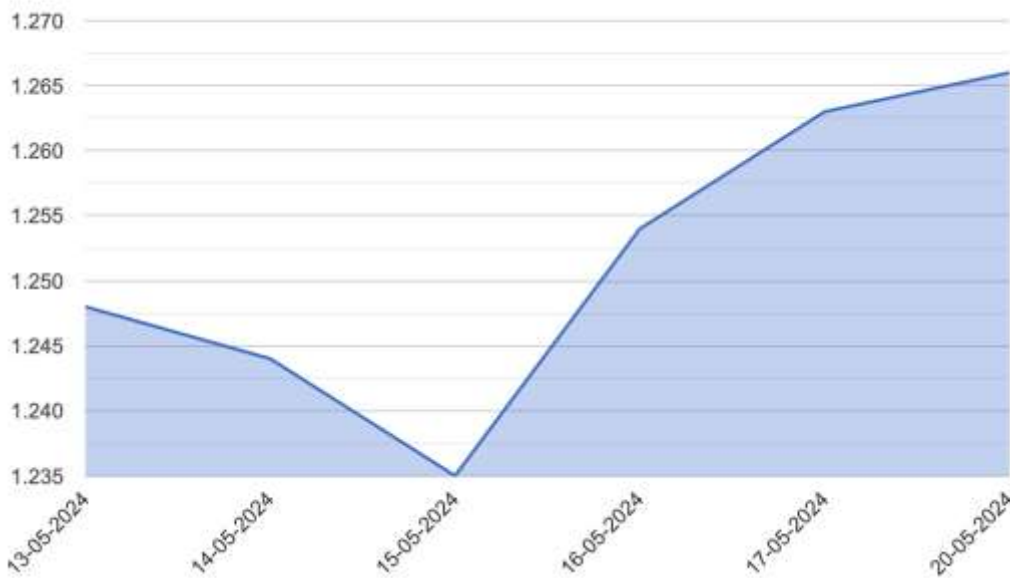
acumulando 0.7% en el primer cuatrimestre. Si bien el mercado no duda del compromiso del gobierno con la disciplina fiscal, los números positivos están algo influenciados por el impuesto País (inflado por las emisiones de Bopreal) y el manejo del tema de CAMESA. De todas maneras, el gobierno tiene margen para lograr un superávit primario del 0.5% en el año.

El riesgo país cerró la semana sin cambios en 1263 pbs y luce estancado en una perspectiva de mediano plazo pero el detalle de la semana es más elocuente y muestra cómo sube a partir de la dilación del tratamiento de la ley Bases y el Paquete fiscal en el Senado.

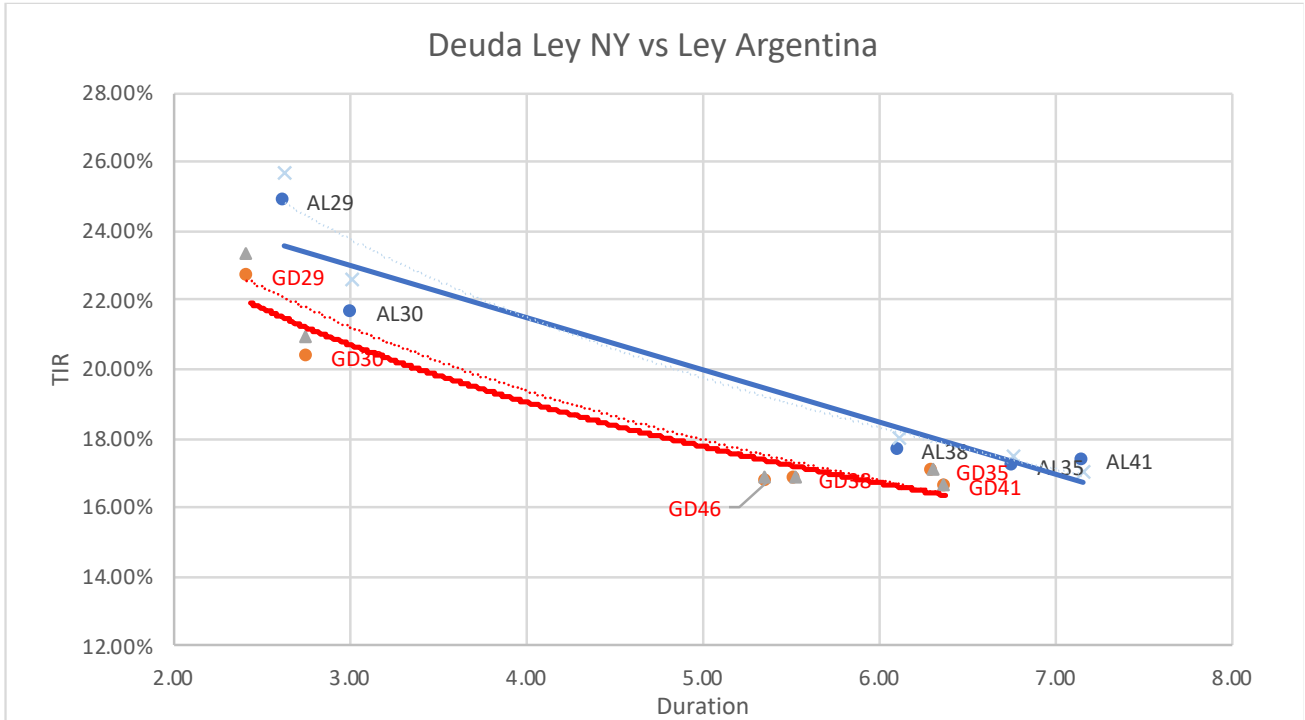
Riesgo País Argentina (último año)



Riesgo País Argentina (última semana)



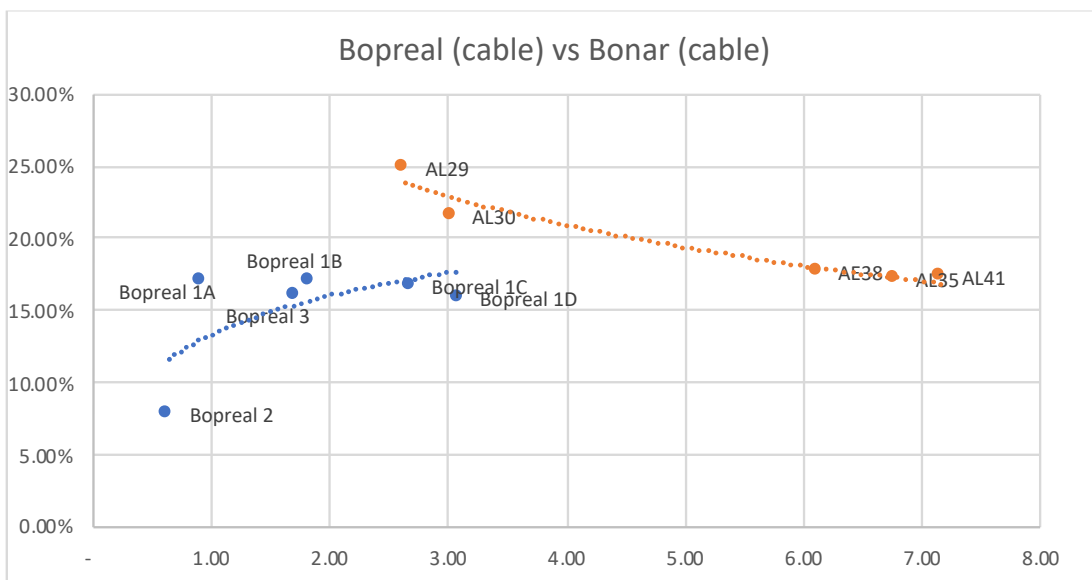
En la semana, la deuda hard dollar vio una leve variación, con una suba promedio de 0.8% para la deuda bajo ley internacional, siendo la parte corta (2029s y 2030s) los títulos de mejor desempeño mientras que la deuda ley local tuvo un desempeño marginalmente mejor en la semana con una suba de 1.1%, con el mismo outperformance de la parte corta. Creemos que el próximo driver local relevante será la aprobación del paquete fiscal y la ley Bases, y hasta entonces podría verse una preferencia por la parte más corta de la curva o activos más defensivos de forma táctica. 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 y esa visión se mantiene pero ahora vemos una pausa en la cuestión legislativa.



Bopreal

En la última semana, el Banco Central volvió a ofrecer la tercera serie de Bopreal, y esta vez colocó sólo USD 34 millones, algo esperable después de la licitación de la semana pasada en la cual se pudieron canalizar ofertas para pagar dividendos retenidos. A los niveles actuales, el tipo de cambio implícito en la licitación está muy por encima del del mercado, con lo cual el incentivo a entrar en la licitación es casi nulo. Todavía quedan USD 60 millones de esta serie por colocarse.

En cuanto al comportamiento de los Bopreal en el mercado, estos tuvieron un outperformance en la semana respecto de Bonares y Globales anotando una suba semanal de 2%, con una mención para el Bopreal 2026 que fue el más destacado, y que se observa se van consolidando como alternativas interesante de buen rendimiento y baja volatilidad. Todavía vemos un amplio spread entre el Bopreal 2 (BPJ25) y el Bopreal 1A. Creemos que el Bopreal 1A interesante a estos yields, así como el Bopreal 1B y Bopreal 3 (BPY26), estos últimos dos con una duración algo superior. Cabe destacarse que el Bopreal 1A y 1B funcionan como un dólar linked en el sentido que está denominado en dólares pero al ejercerse la opción de put en abril de 2025 y 2026 respectivamente 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 cuanto al mercado de deuda en pesos, se conoció la inflación de abril que fue de 8.8% en línea con lo esperado en términos generales por el mercado y con una inflación núcleo de 6.3% que muestra una firme tendencia a desacelerarse. En este contexto, el BCRA sorprendió al mercado volviendo a bajar las tasas de referencia de 50% a 40% de TNA. Esta medida general un fuerte descenso en la tasa Badlar y en las cuentas remuneradas de los bancos. Para el manejo de la liquidez genera un fuerte recorte en los rendimientos de los FCI de money market y los plazos fijos.

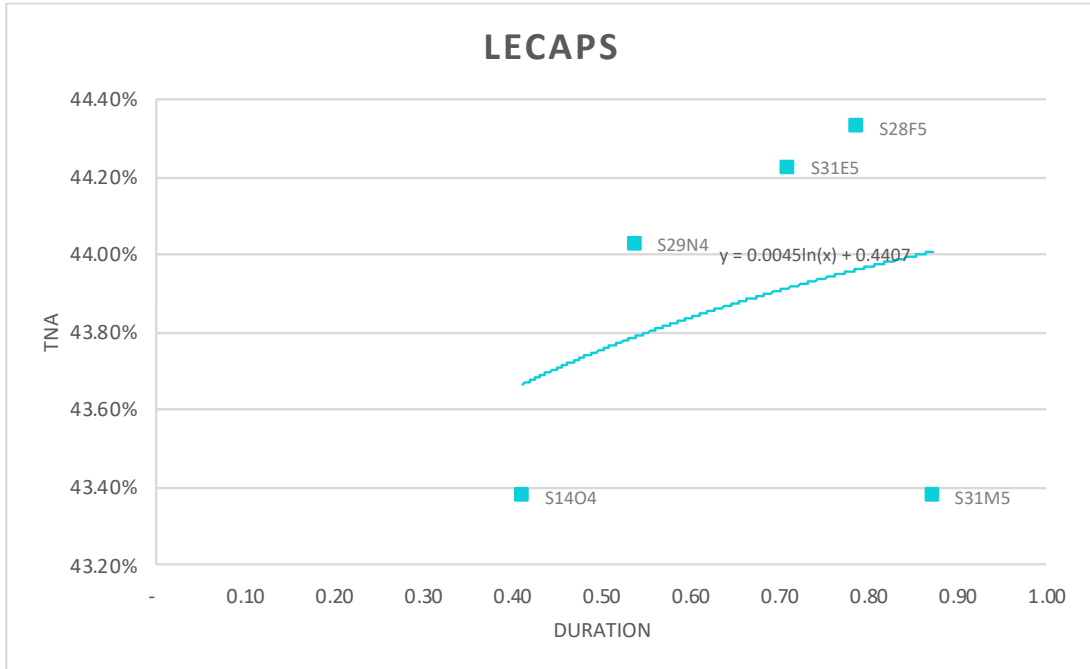
CASH MANAGEMENT					
Tasa (TNA)	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	Actual
Política Monetaria (TNA)	100%	100%	87%	71%	40%
Política Monetaria (TEM)	8,7%	8,7%	7,5%	6,1%	3,4%
Badlar (TNA)	109%	109%	85%	63%	31%
Badlar (TEM)	9,1%	9,1%	7,1%	5,2%	2,6%
FCI Money Market (TNA)	94%	88%	72%	75%	30%
FCI Money Market (TEM)	7,8%	7,3%	6,0%	6,2%	2,50%
FCI Tasa (T+1) (TNA)	54%	94%	112%	85%	43,2%
FCI Tasa (T+1) (TEM)	4,5%	7,8%	9,3%	7,1%	3,6%

A la vez, el Tesoro anunció una nueva licitación en la cual se ofrecieron por primera vez Lecaps cortas con tasas mínimas prefijadas, con rendimientos por arriba de los ofrecidos por el BCRA, generando un fuerte incentivo a migrar de deuda del BCRA a deuda del Tesoro. Si bien las emisiones tenían un monto máximo de emisión y se preveía cierta prorrata esta no fue tan alta como llegó a especular en un momento el mercado.

La licitación además de Lecaps cortas al 14 de junio, 1 de julio, 26 de julio y 30 de agosto, las tres primeras con tasas mínimas de 4.2% , 4.1% y 4%, y la última que cortó en 3.8% vio ofertas de boncers, una reapertura, del TZXM6, y dos nuevos títulos TZXM5, y TZXM7 con vencimiento en marzo de 2025 y 2027 respectivamente y cupón cero, como suelen ser las nuevas emisiones de Boncer. El Tesoro adjudicó \$11.7 billones, logrando un excedente financiero de \$8.63 billones que se destinarán a reducir la base monetaria via compra del títulos en cartera del BCRA y depósito en cuenta del BCRA. DE los \$11.7 billones colocados, \$10 billones fueron colocados en las nuevas lecaps mientras que el resto fue destinado al TZXM6, boncer con vencimiento en marzo 2026, y poco se destinó a los títulos nuevos.

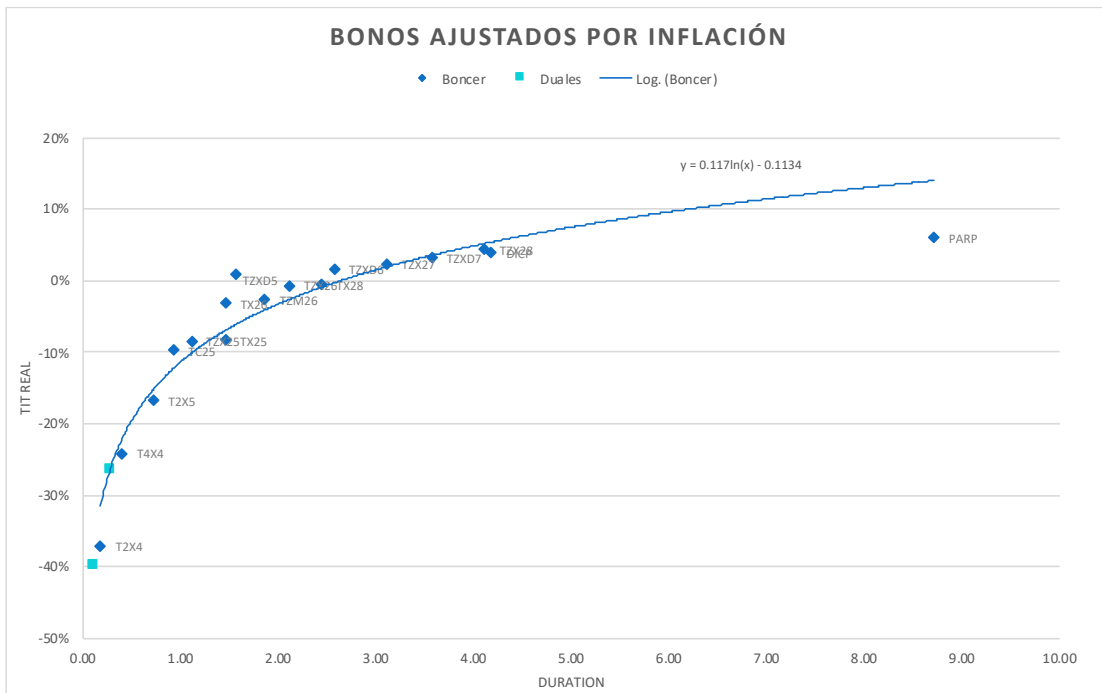
En cuanto al mercado de Lecaps, esta reacción al anuncio de la licitación con un sell off de la lecap más corta, de octubre, que había visto llegar su TEM a niveles cercanos a 3.3% para rebotar y terminar la semana en niveles de 3.6% para toda la curva aproximadamente. Veremos cómo empiezan a cotizar las nuevas lecap y si una potencial nueva oferta sobre fin de mes afecta de nuevo a esta curva.

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration	TEM
S14O4	14-Oct-24	4.75%	112.4	49.18%	0.40	3.61%
S29N4	29-Nov-24	4.40%	109.6	48.59%	0.53	3.67%
S31E5	31-Jan-25	5.50%	131.9	47.02%	0.70	3.69%
S28F5	28-Feb-25	4.50%	117.8	46.38%	0.78	3.69%
S31M5	31-Mar-25	4.10%	113.3	44.58%	0.86	3.61%



Con una tendencia a la baja en la inflación para los próximos meses, las lecap han tenido un muy buen desempeño desde su lanzamiento. Por el momento, las letras más atractivas son las de noviembre 2024 (S29N4) pero veremos cómo empiezan hoy a cotizar las letras nuevas. Nos parecen interesantes para colocaciones de pesos de corto plazo frente a otras alternativas de liquidez.

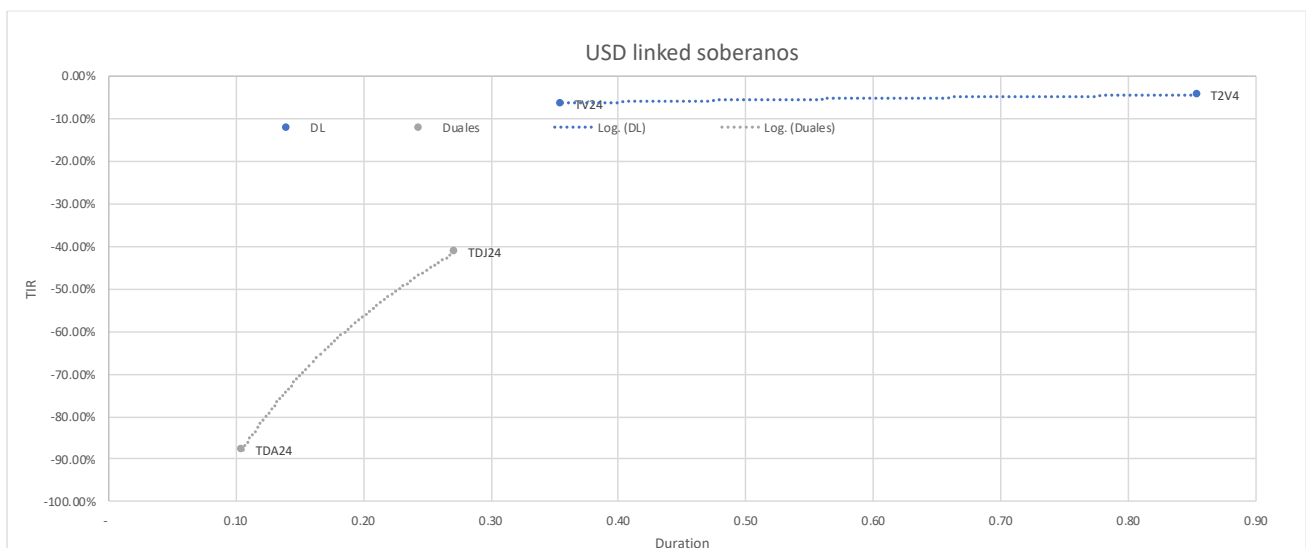
Con respecto a la curva CER, si bien la inflación salió en línea con lo esperado, se anticipa una baja más fuerte para los próximos meses, en especial ante la postergación del ajuste de algunos precios regulados, así como ante la información de alta frecuencia y de la inflación núcleo que fue de sólo 6.3% y se apunta a un dato en torno al 5 o 6% para mayo. En la curva Cer, los TX26 y los TZXD5 parecen los títulos más interesantes.



En el ámbito cambiario, las expectativas de devaluación siguen cayendo con marginales cambios potenciales al crawling del 2% y TNAs por debajo del 48% para toda la curva.

Ajuste de Dólar Rofex	17 may 2024	Tasa Implícita	Vencimiento
Cierre del día (Precio Spot)	886,7500		17/5/2024
Mayo	897,5000	31,61%	31/5/2024
Junio	924,5000	37,00%	28/6/2024
Julio	955,5000	37,73%	31/7/2024
Agosto	985,0000	38,52%	30/8/2024
Septiembre	1018,0000	39,72%	30/9/2024
Octubre	1054,0000	41,22%	31/10/2024
Noviembre	1092,0000	43,10%	29/11/2024
Diciembre	1137,5000	45,47%	30/12/2024
Enero 2025	1185,0000	47,40%	31/1/2025
Febrero 2025	1214,0000	46,93%	28/2/2025
Marzo 2025	1245,0000	46,37%	31/3/2025
Abril 2025	1290,0000	47,70%	30/4/2025

Con respecto a las curvas dólar linked y duales, los primeros cotizan en línea con la curva CER mientras que los segundos 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 datos del empleo e inflación de EEUU siguen siendo las variables claves a monitorear para analizar los próximos pasos de la Fed en su reunión del 12 de junio y de especial interés serán sus proyecciones macro.

En Argentina, la perspectiva para los activos de riesgo sigue siendo positiva aunque ahora sujeta a una potencial mayor volatilidad por la postergación de los avances en materia de reformas. Los principales desafíos siguen siendo la gobernabilidad para afrontar las reformas estructurales que se espera pasen eventualmente por el Congreso, aunque en general las expectativas a un año vista son positivas.

En materia de títulos en dólares, con un view táctico defensivo nos gustan con duración corta el Bopreal 1 A luce interesante a ser considerado como DL así como para quienes busquen hard dólar el BPY26 luce atractivo a pesar de la suba de la semana como una opción defensiva. En tanto, con un view constructivo de más largo plazo, 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 (y deuda CER de mediano plazo (TX26, TZXD5) parece ser la mejor combinación de cara a una inflación que se desacelera 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.