

# Informe de Mercado

## HIGHLIGHTS

- En **EEUU**, el reporte de la inflación minorista en junio sorprendió a la baja , cuestión que impulsó al alza las posibilidades de ver un recorte de tasas tan pronto como septiembre seguido de otro recorte hacia fin de año. Por otra parte, esta semana se conocerá el índice de precios preferido de la Fed, justo antes de la reunión de dos días del comité de política monetaria que se llevará a cabo, la semana próxima, el 30 y 31 de julio. En este contexto, la curva de rendimientos tendió a empinarse con una mayor baja en los rendimientos de los bonos del Tesoro de corto plazo, bono a 2 años, que en los bonos largos. Adicionalmente, Powell también dio indicios respecto de la posibilidad de ver un recorte de tasas pronto.
- En **Argentina**, en las últimas dos semanas, la volatilidad volvió al mercado financiero de la mano de algunas medidas que resultaron controversiales para el mercado respecto del foco de la estrategia oficial, que, además de centrarse en mantener firmemente el ancla fiscal, cuestión que ha logrado incluso en junio, busca reducir la inflación, cerrando todas las “canillas de emisión”, y para ello además de terminar con el tema de los pasivos remunerados del BCRA, que generaban emisión endógena y ser trasladados en parte a lecap primero y ahora a las nuevas LeFis (Letras fiscales de Liquidez) también se propuso esterilizar los pesos que el BCRA emite por la compra de dólares, vendiendo dólares en el CCL. Esta medida despertó cierta inquietud en el mercado, dado que se especuló que el BCRA acumularía reservas a un menor ritmo y el levantamiento del cepo se daría en un plazo mayor, profundizando el deterioro de la actividad económica. Estos temores llevaron a una corrección en las paridades de los títulos en dólares particularmente, a la vez que los dólares financieros tuvieron una baja en los primeros días de la medida pero luego recuperaron parte del terreno perdido. Hay que tener en cuenta que el anuncio de esta nueva medida coincidió con el momento en que los dólares financieros rozaban el 55% de brecha ubicándose en torno a los \$1500. De allí retrocedieron a \$1290 aproximadamente para ubicarse en torno a \$1345 al momento. Otra cuestión es que un nivel elevado de brecha puede filtrarse a precios y complicar la férrea lucha contra la inflación del equipo económico. Para julio, representantes del BCRA proyectaron un dato de 3.7% en una presentación en Nueva York, después de haberse visto una inflación de 4.6% en junio. En tanto, el riesgo país se ubica en niveles en torno a los 1600 pbs cuando en abril llegó a perforar los 1200 pbs.

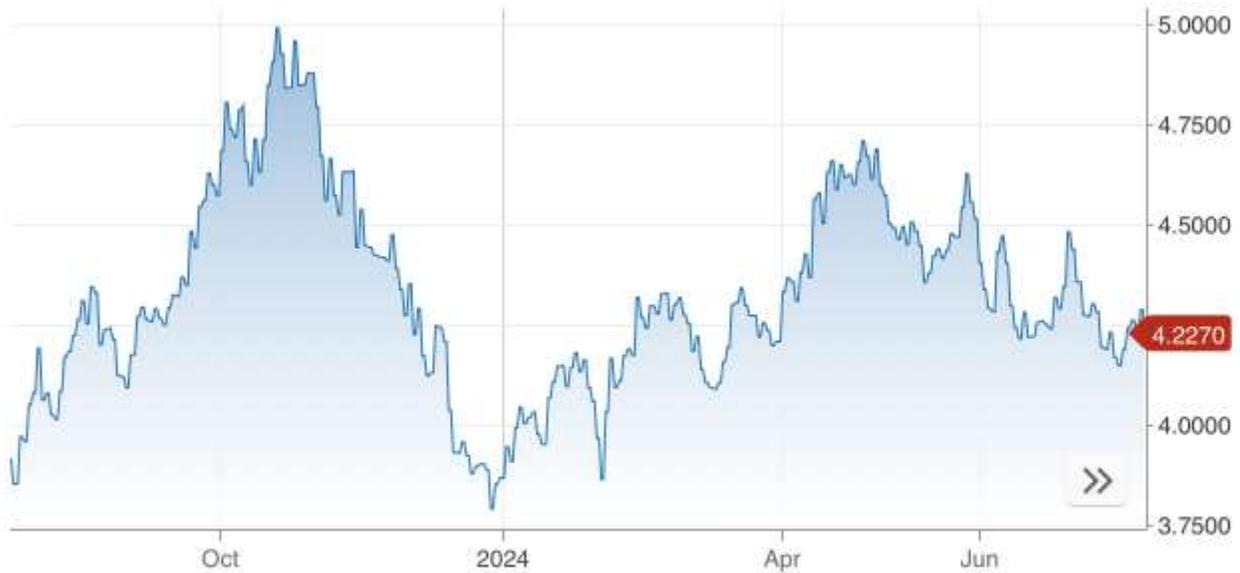
### Resumen de Mercados

	Actual	7/10/24	YTD	2023	2022
S&P 500	5442	-2.4%	13.7%	25%	-19%
NASDAQ	17362	-5.8%	14.8%	44%	-33%
Tasa Fed Funds *	5.50%	-	-	100	400
UST 2 *	4.62%	-	35	(15)	372
UST 10 *	4.23%	(6)	41	(6)	237
ETF acciones emergentes	42.1	-3.9%	4.4%	6%	-34%
ETF bonos emergentes	89.52	0.4%	0.1%	6%	-27%
Riesgo País Arg *	1590 	99	(302)	(321)	525
* Var pbs					

En EEUU, la curva de rendimientos tendió a empinarse en las últimas dos semanas, ante una mayor chance de ver dos recortes de tasas en el año, y la posibilidad de que el primero sea en septiembre, adelantando expectativas de bajas de tasas respecto a lo previsto hasta entonces. El catalizador del cambio fue el reporte de inflación de junio que mostró una baja de 0.1% m/m y del 3% a/a, ante una

reducción amplia de las presiones inflacionarias, incluyendo gasolina y los costos de la vivienda. El 26 de julio se conocerá el reporte de inflación del consumo personal, el indicador preferido de la Fed, en tanto la semana próxima se llevará a cabo la reunión de dos días del Comité de política monetaria.

**Rendimiento del Bono del Tesoro a 10 años**



Fuente : Bloomberg.

Adicionalmente a cuestiones económicas, el panorama en EEUU vio un fuerte aumento de la incertidumbre con los recientes sucesos políticos de las últimas dos semanas, el atentado al candidato republicano Donald Trump, y la resignación a la nominación para presidente en las elecciones de este año del actual presidente demócrata Joe Biden. Si bien Biden avaló a su vicepresidente Kamala Harris como sucesora, deberá ser ratificada por la convención demócrata eventualmente y hay un fuerte cambio en las expectativas donde algunas apuestas muestran a Trump más firmemente ganador e incluso en los mercados se habla de nuevo del “Trump trade”, previendo el impacto de sus posibles políticas orientadas más hacia el mercado interno.

Además, comenzó la temporada de balances y si bien los primeros reportes presentados venían en términos generales algo mejor de lo previsto por el mercado, la nota en esta última semana, la dieron los reportes de Alphabet y Tesla, acciones que gatillaron un fuerte sell off en los mercados, e incluso en los índices en los cuales el peso actualmente de tecnología es mayor a lo que solía ser hace unos años. Tesla no mostró buenos números mientras que Alphabet mostró resultados mejores a los previstos pero una fuerte inversión en inteligencia artificial para no quedar atrás en la carrera desatada en las megacaps. Nvidia sufrió un fuerte sell off en este contexto en los últimos días, dado que las expectativas de crecimiento implícitas en los precios de las acciones tecnológicas suponen un crecimiento exponencial que habrá que ver si realmente se puede cumplir. De las 133 empresas que reportaron ganancias hasta el 24 de julio, 78.6% presentaron resultados por encima de lo esperado, respecto de un promedio de 66% en términos históricos. En las últimas dos semanas, tanto S&P como Nasdaq vieron correcciones de 2.4% y 5.8% respectivamente, con un fuerte sesgo del sector tecnológico como comentamos previamente. En tanto, los mercados emergentes, tuvieron un desempeño negativo también con una caída de 3.9% en el etf EEM en la semana, etf que replica el índice MSCI de acciones de mercados emergentes, en un contexto donde los commodities han tendido a la baja, tanto el petróleo como commodities, agrícolas y metales básicos. En tanto, la deuda emergente tendió ligeramente al alza en este período, subiendo 0.4%, de acuerdo al etf EMB, que replica el índice de JPMorgan de bonos de mercados emergentes.

## Argentina

### Ancla fiscal y bajar la inflación a toda costa

En esta segunda etapa de gobierno, el equipo económico ha dejado en claro que su prioridad además de mantener a rajatabla la disciplina fiscal es profundizar la tendencia a la desinflación de la economía. En materia fiscal, es de destacar que incluso en junio se logró un superávit fiscal, siendo ese un mes estacionalmente adverso por el pago de aguinaldos, y así se logró mostrar un primer semestre

de superávit fiscal del orden del 0.4%, con un superávit primario de aproximadamente 1.1% del PBI. Así el sector público nacional logró un excedente financiero positivo durante seis meses seguidos por primera vez desde 2008, mostrando el compromiso con la disciplina fiscal. En tanto, la estrategia de gobierno ahora se focaliza en reducir la inflación, y para ello se ha abocado a “cerrar las canillas de emisión” pendientes. Una de ellas, que era la emisión endógena, generada por los pasivos remunerados del BCRA, se ha terminado de resolver vía la implementación de un sistema de nuevas Letras Fiscales de Liquidez (LeFis), emitidas por el Tesoro a un año, y que por tanto, requerirá un mayor superávit del Tesoro para pagarla. El Directorio del Banco Central de la República Argentina (BCRA) dispuso la suspensión de la operatoria de pases pasivos a partir del 22 de julio. A través de la Comunicación “A” 8.060, se definieron los aspectos técnicos y operativos de las mencionadas LeFis que servirá a partir de esa fecha como el principal instrumento de administración de liquidez del sistema bancario. Las entidades financieras podrán adquirir diariamente la LeFi y vender total o parcialmente su tenencia al BCRA, garantizando que el mecanismo permita adecuar la liquidez a las necesidades de la economía. El directorio dispuso que la LeFi se operará a su valor técnico y no computará para el límite de Financiamiento al Sector Público no Financiero.

Por otra parte, el gobierno también cerró otro tema de preocupación y potencial emisión, que eran los Puts en poder de los bancos, que se habían ofrecido en su momento para hacer más atractiva la compra de deuda del Tesoro, y podrían en caso de ejecutarse implicar un fuerte aumento de la base monetaria. Finalmente, el BCRA alcanzó un acuerdo satisfactorio con los bancos que permitió rescindir el 78% de los puts que estaban vigentes. Con esto, desactivó un riesgo de emisión potencial por unos \$13,2 billones (alrededor del 50% de la BM). A cambio de los puts, el BCRA le reconoció a los bancos la prima que pagaron oportunamente ajustada por CER, lo que equivalió a una emisión por \$90.000 M (0,4% de la BM). En otras palabras, el BCRA hizo negocio.

Adicionalmente, Economía sorprendió al mercado al anunciar el 12 de julio que también iba a cerrar última canilla de emisión, en este caso, se trataba de la emisión que se genera al comprar dólares de las exportaciones. Para ello se anunció que se iba a intervenir en el mercado de dólares financieros (CCL y MEP) vendiendo parte de las reservas compradas en el MULC a fin de “esterilizar los pesos emitidos por la compra de dólares”. Caputo considera que de esta forma se cerrará la “última canilla de emisión monetaria”, y se contribuirá a “profundizar el proceso de desinflación”. Economía informó que podría retirar \$2.5 billones en circulación adicionales a los que retira por superávit primario. Esto representaría vender casi USD 2.000 millones para bajar la brecha cambiaria. Economía comunicó la medida, que será instrumentada por el Banco Central. La entidad monetaria no explicó cómo se llevará a cabo. Por ejemplo, no se informó en cuánto tiempo se retirarán los \$2,5 billones de circulación, ni cuántos dólares se venderán por día. Al momento, la intervención será a discreción del Banco Central, una medida que en el pasado no tuvo el visto bueno del Fondo Monetario Internacional (FMI).

En el mercado, esta última decisión anunciada justo cuando los dólares financieros orillaban el 55% de brecha apuntaba a reducir dicha brecha y evitar que esos valores se filtraran a precios complicando la estrategia de desinflación del gobierno. Pero a la vez esta medida generaría presumiblemente un menor ritmo de acumulación de reservas en un período estacionalmente adverso como lo es el segundo semestre habitualmente, y después de un mes de junio, en el cual el BCRA prácticamente no pudo hacer aumentar las reservas netas. Ante esta situación, el secretario de Finanzas Pablo Quirno anunció por X anunció que Economía compraría al BCRA los dólares necesarios para atender el pago de intereses de la deuda soberana en dólares que vence en enero 2025. Esta operación se realizaría con los pesos obtenidos del superávit del primer semestre del año. Los Usd 1.528 millones serán depositados en el Fiduciario, el Bank of New York, quedando disponibles únicamente para el fin indicado a fin de aliviar las preocupaciones del mercado por la sostenibilidad de los pagos de la deuda en dólares ante una potencial menor acumulación de reservas. En cuanto a los vencimientos de la deuda, en lo que resta de 2024 son relativamente manejables, siendo el pago de Bopreales por USD 1.000 millones, el principal motivo por el cual bajarían las reservas, dado que los vencimientos con multilaterales y FMI se podrían refinanciar. Es 2025 el año en que será necesario renegociar el acuerdo con el FMI e idealmente volver al mercado de capitales para hacer frente a los vencimientos de capital de la deuda pública.

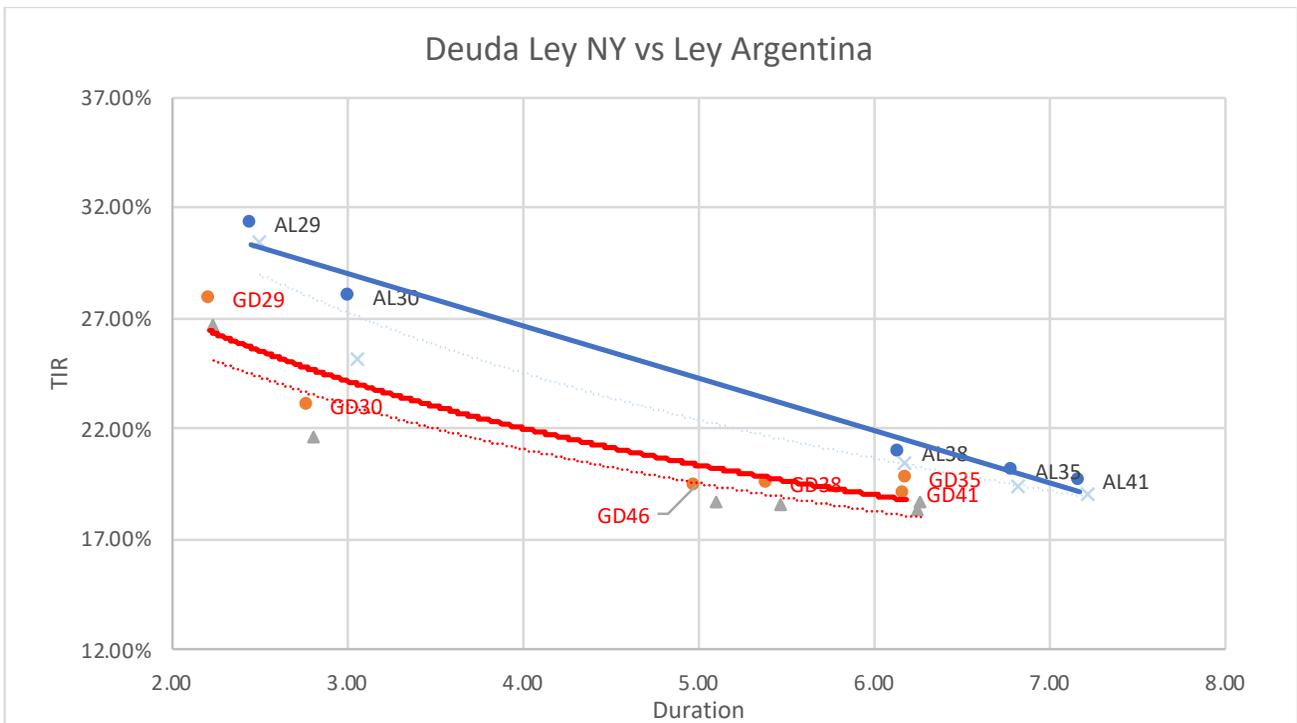
En cuanto al mercado, que mostraba un rally fenomenal hasta fines de abril, volvió a ver en las últimas dos semanas una tendencia al alza en el riesgo país ante el potencial impacto de mediano plazo de las medidas mencionadas, y actualmente se ubica en los 1590 pbs.

Riesgo País Argentina (último mes)



En el mes, la deuda hard dollar vio una mayor volatilidad y las curvas se desplazaron al alza. Las paridades de la deuda hard dollar en términos generales cayeron, con los Globales viendo una baja de 3.5% en las últimas dos semanas, donde el Global 2035 fue el más castigado. En tanto los Bonares, bajo ley local, cayeron en promedio 2.4%, y también se destacó el bonar 2029 por sufrir menos mientras que el título más castigado en este caso fue el Bonar 2030.

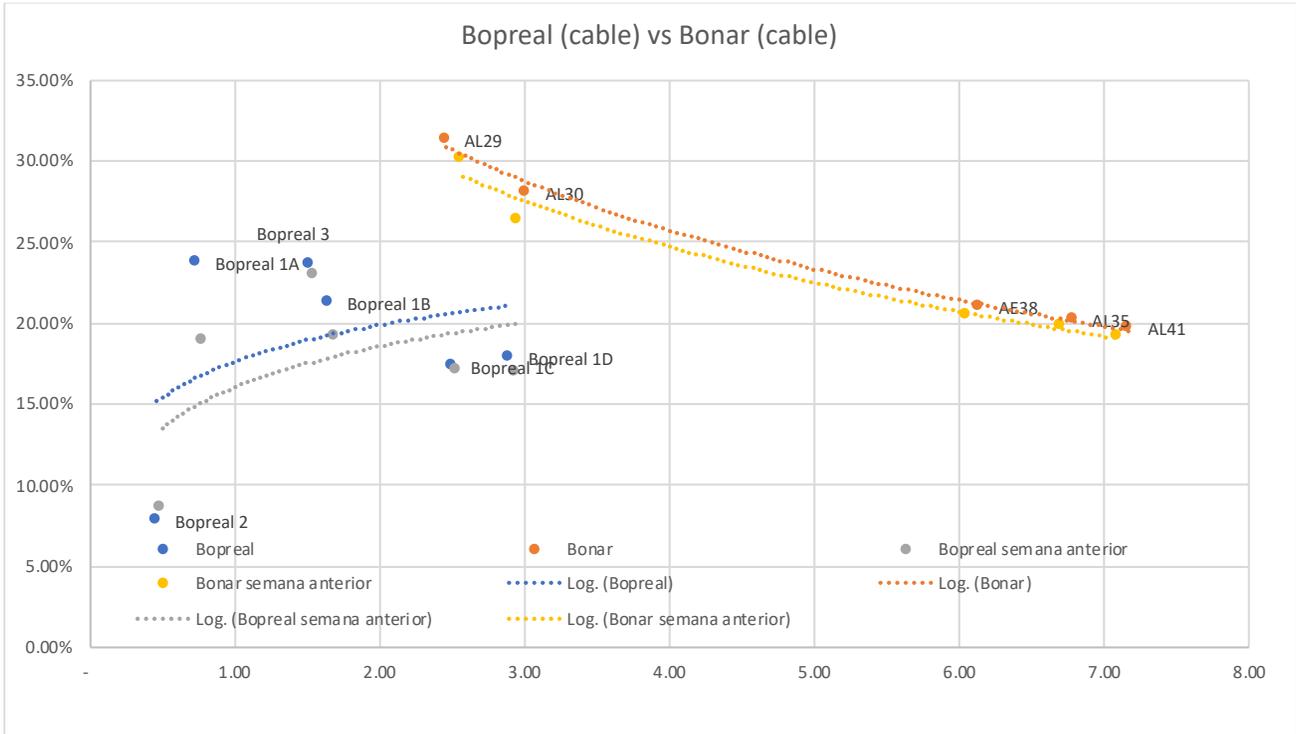
Deuda Ley NY vs Ley Argentina



Los drivers por el momento son principalmente locales. La estabilización de los dólares financieros de las últimas ruedas puede ser una señal positiva. Creemos que será clave estabilizar al mercado manteniendo la firme disciplina fiscal y logrando la baja de la inflación además de avanzar en materia de desregulación para sentar bases para cambios estructurales de mediano plazo.

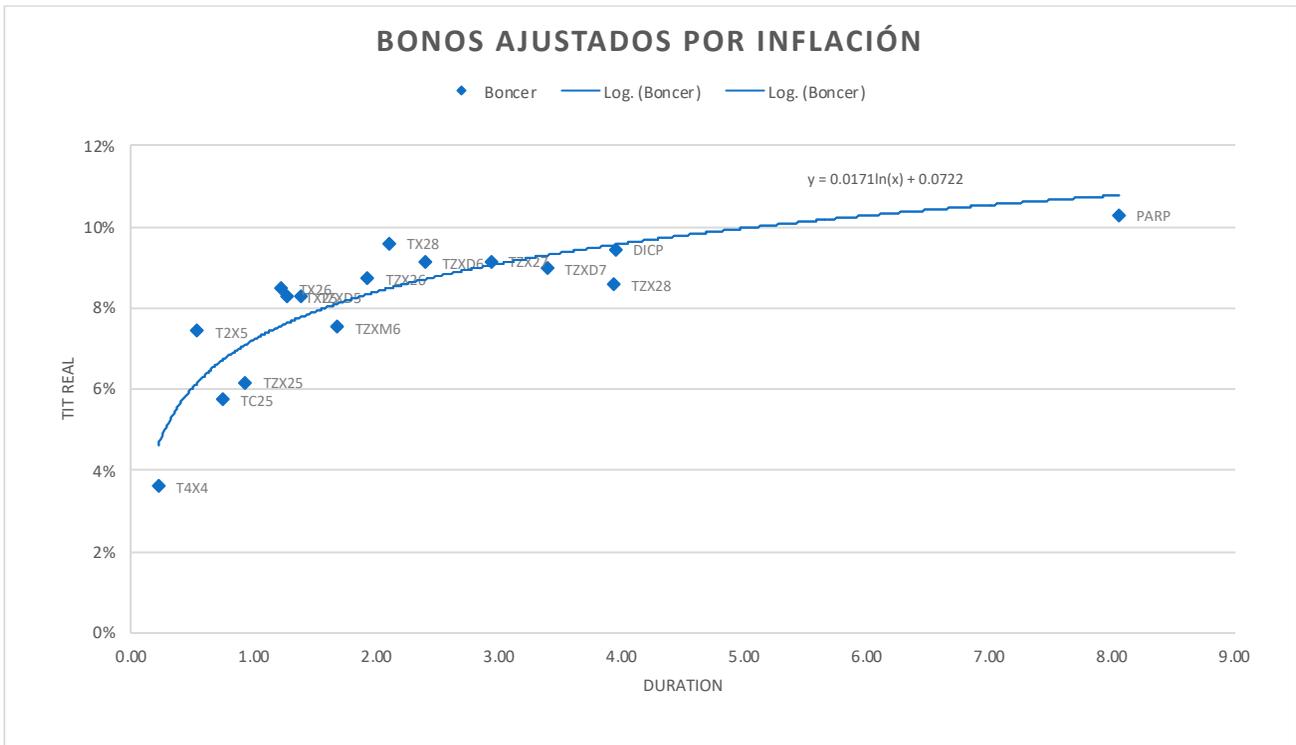
**Bopreal**

En cuanto al comportamiento de los Bopreal, estos cayeron un 1.1% medidos en cable siendo los Bopreal 2 y 3 los más resilientes mientras que las distintas series del bopreal 1 cayeron en torno al 2%, excepto la C. Actualmente creemos que el Bopreal 3 (BPY26) es una buena alternativa para quien busca hard dollar, con una duración de 1.8 años y un yield de 23.5%. Los Bopreal lucen como la opción más conservadora dentro de deuda en dólares local, aunque no están exentos de volatilidad, como observamos en el gráfico donde vemos las curvas desplazarse al alza en las últimas dos semanas.

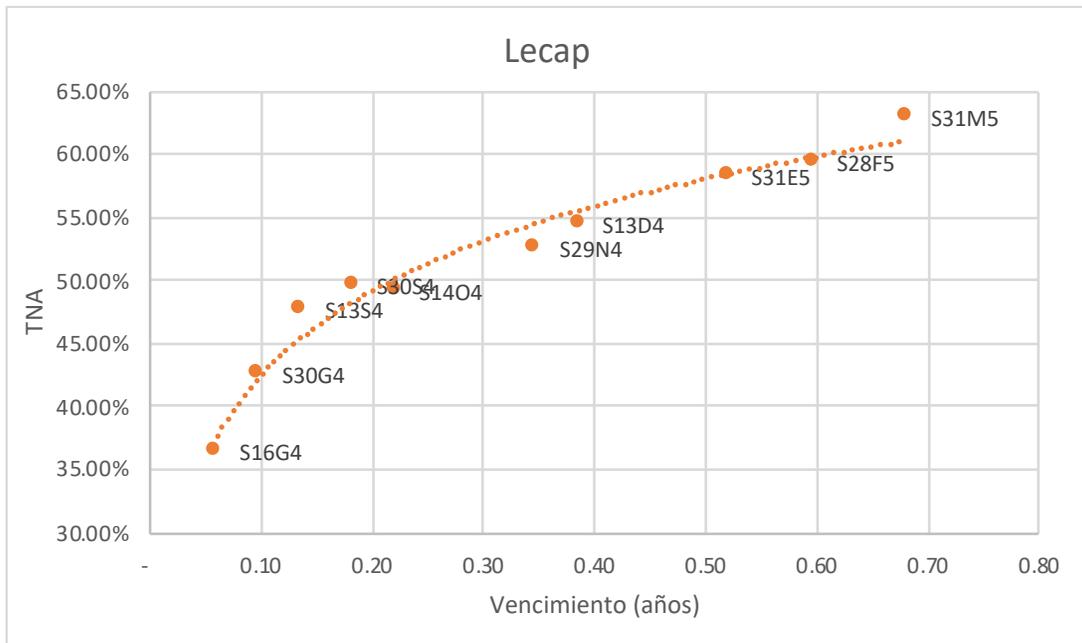


**Mercado de deuda en pesos**

Con respecto al mercado de deuda en pesos, la tendencia al alza en el dólar financiero, así como la incertidumbre respecto del momento del levantamiento del cepo y la tendencia a la desinflación continúan afectando a la deuda Cer que ve que su curva se sigue desplazando al alza, dado que escenarios de levantamiento del cepo prematuros beneficiarían a la deuda hard dollar, y escenarios de levantamiento tardío pero con éxito en la baja de la inflación beneficiarían a la curva de Lecaps que cuenta con buena liquidez y menor volatilidad, siendo la deuda Cer de mediano y largo plazo la menos elegida ante estos escenarios. Sólo el T4X4 podría ser de interés como hedge de corto en caso que se demore algo la baja de la inflación. Por eso será clave monitorear los indicadores de alta frecuencia de la inflación.



. A los niveles actuales, para quien tenga y deba mantener pesos, la cobertura de inflación de los títulos CER cortos como T4X4 no luce mal mientras que se puede combinar con alguna Lecap de vencimiento entre septiembre y diciembre.



### Licitación de Lecaps

El miércoles 24 de julio se llevó a cabo la segunda licitación de Lecaps de julio donde se buscan renovar \$3.8 billones, y se adjudicaron \$4.4 billones, principalmente alocados (84%) en las lecaps de noviembre y marzo que cortaron al 4.2% y 4.5% TEM. En cuanto a los Boncer 2025 y 2025 salieron a tasas de 8.18% y 9.52% respectivamente, mientras los dólar linked ofrecidos al 2025 y 2026 cortaron a -6.29% y 0% respectivamente.

### Rofex

En el ámbito cambiario, el mercado descuenta que se mantendrá el crawling peg al 2% en el corto plazo pero se mantiene la postura de ver una aceleración a partir del último trimestre del año, aunque con una probabilidad menor a la registrada hace un par de semanas cuando las tasas 2025 excedían el 60%. Actualmente sólo la tasa de febrero 2025 se ubica en 60% y el resto de la curva está debajo de ese nivel. La política económica ha hecho hincapié en mantener el ritmo del crawling peg también como parte de la estrategia para bajar la inflación y busca que esta converja a ese ritmo e incluso sea menor.

Ajuste de Dólar Rofex	25 jul 2024	Tasa Implícita
Cierre del día (Precio Spot)	929,1667	
Julio	935,0000	38,19%
Agosto	971,5000	46,19%
Septiembre	1012,0000	48,57%
Octubre	1061,0000	52,84%
Noviembre	1110,0000	55,93%
Diciembre	1158,0000	56,89%
Enero 2025	1217,0000	59,51%
Febrero 2025	1263,0000	60,16%
Marzo 2025	1303,5000	59,06%
Abril 2025	1348,0000	58,97%
Mayo 2025	1386,5000	58,14%
Junio 2025	1430,0000	57,86%

Fuente. Rofex

Con respecto a las curvas dólar linked, la curva soberana luce algo cara respecto de los sintéticos que a principios de 2025 lucen interesantes para quien busque cobertura con cierta liquidez, cuestión que las ONs Dólar linked carecen.

### Novedades corporativas

En julio Telecom empezó un proceso de administración de pasivos que llevó a la emisión de deuda con vencimiento en 2031 por USD 500 millones, habiendo recibido ofertas por USD 1.300 millones, que cortó a un yield de 9.5% a un precio de USD 99.109 y con un cupón de 9.5%, y amortizaciones parciales iguales en 2029, 30 y 31. Además, la compañía ofreció una oferta de recompra de su bono al 2025 por USD 100 millones y el resto de los fondos los utilizará para cancelar deuda con agencias multilaterales. Además, también lanzó una oferta de canje de su bono al 2026 por el nuevo 2031, un deal interesante que implica una mejora de cupón de 150 pbs por extender duración en unos años y quedarse con un título más atractivo. La fecha de la oferta temprana venció el 24 de julio mientras que la oferta tardía vence el 8 de agosto. Si bien la oferta temprana era más atractiva a los precios actuales se puede hacer el swap a mercado, y luce interesante dado que permite asegurar un cupón y rendimientos más elevados a cambio de una extensión de duración de un par de años en una empresa que queda con un mejor perfil de vencimientos de deuda y con mejores perspectivas debido a la desregulación que se hizo en junio de los precios de tv, telefonía móvil e internet.

También TGS estuvo en estas últimas semanas realizando operaciones de manejo de deuda. A tal fin la empresa ofreció una recompra de su título con vencimiento en 2025 a la vez que ofreció un nuevo bono con vencimiento en 2031 con un cupón de 8.5% que colocó por USD 490 millones a un rendimiento de 8.7%. La empresa logró una aceptación de la oferta de recompra de 63% de su bono al 2025 y rescató anticipadamente el remanente el 17 de julio. De esta manera TGS también ha logrado mejorar y extender su perfil de vencimientos.

Ambas empresas son ejemplos de la habilidad corporativa para manejarse en entornos difíciles y revelan el interés que existe por el sector corporativo de buena calidad y comprobado track record en un país muy cambiante.

## Views

En el plano internacional, el contexto mejora de la mano de la tendencia a anticipar las bajas de los tipos de interés mientras que el incremento de la incertidumbre política por la carrera presidencial en EEUU puede sumar un aditamento extra. Por otra parte, el sell off en el sector tecnológico visto en los últimos días en un mercado que cada vez le dio mayor protagonismo al sector es de monitorear para gestionar el riesgo de las carteras.

En Argentina, la segunda etapa de gobierno se focalizó en un nuevo marco monetario donde se han cerrado todas las “canillas de emisión”, y con una férrea disciplina fiscal se busca profundizar la baja de la inflación. Los indicadores de alta frecuencia parecen moverse en tal sentido. Aún así la apuesta es fuerte y el punto débil de todo el esquema sigue siendo el sector cambiario donde se dificulta la acumulación de reservas. Pero es comprensible que el foco este centrado en la reducción de la inflación para hacerla converger a la tasa de crawling o incluso menos. Ya no hay opciones fáciles, toda decisión implica un trade off y en este caso, es la menor acumulación de reservas la contracara de la apuesta a reducir la inflación cerrando incluso la emisión por compra de divisas.

Nuestra perspectiva para los activos de riesgo sigue siendo positiva aunque sujeta a alta volatilidad. El mercado mostró una baja de paridades de 2 a 3 puntos desde que se tomó esta última medida, veremos en las próximas ruedas si se logra estabilizar y será clave que la inflación logre mostrar la baja pretendida por el gobierno.

En tanto, en materia de posicionamiento en títulos en dólares, con un view táctico defensivo nos gustan con duración corta el Bopreal 3 luce interesante para quienes busquen hard dólar. En tanto, con un view constructivo de más largo plazo, la parte larga de la curva gana atractivo a estos niveles, en especial el GD35, aunque la parte corta todavía tiene terreno para comprimir reflejado en el amplio spread entre bopreales y bonares cortos, y un posible manejo de administración de deuda hacia principios del año que viene podría ayudar al Bonar 30.

En cuanto a la deuda en pesos, vemos las Lecaps del 30 septiembre como decentes para flujo transaccional, y preferimos cobertura de inflación con T4X4 combinado con Lecap enero para quien tenga que posicionarse en pesos a algunos meses vista. La deuda CER de media duración ya encuentra al TX26 con rendimiento muy positivo en términos reales, pero podría verse relegada de corto plazo por una menor inflación y los escenarios de salida del cepo, que favorecen de mediano plazo a la deuda hard dollar. Por otra parte, para quien busque exposición dólar linked, Bopreal 1B o C parecen la mejor alternativa seguida de sintético de lecaps con futuros.

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 YPF27, YPF 31 garantizado,

para quien busque mayor duración, y los nuevos TECOAR31 y TGS31 que muestran una relación riesgo rendimiento interesantes.

### **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.