

# Reacciones del Mercado y actualización económica

Abril 2024

## Contexto de Desaceleración Inflacionaria y Decisiones del BCRA:

En un escenario de notable desaceleración de la inflación, y previo a la licitación del Mecon programada para el 25 de abril, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha reducido la tasa de política monetaria de pasivos pasivos en un 10%, estableciéndose en el 60%. Una semana después, el BCRA decidió realizar una nueva baja de tasa de 10%, fijándola en 50%. Esta modificación resulta en una Tasa Efectiva Anual de 64,82%, reducida desde el 101% previo.

## Reacción del Mercado de Contado con Liquidación (CCL):

La respuesta del CCL a esta nueva tasa fue inicialmente moderada, aumentando progresivamente hasta cerrar en la zona de \$1110-\$1120. Este comportamiento resalta la fortaleza del peso argentino en un contexto de riguroso superávit financiero mantenido por el gobierno. La baja reactividad del CCL a los ajustes de tasa refleja expectativas bien ancladas y un acceso limitado al mercado de cambio financiero para ciertos agentes económicos.

## Impacto en el Mercado de Renta Fija:

A pesar de la reducción de tasas y de la compra de \$1,35 billones en TZXD5 por el BCRA, que convalidó rendimientos superiores a los niveles previos del mercado secundario, el Mecon no logró refinanciar la totalidad de los vencimientos, emitir \$2,73 billones frente a vencimientos de \$2,8 billones. Sin embargo, es positivo destacar el incremento en la proporción de títulos a tasa fija dentro de la deuda emitida, superando el 60% en Lecaps. En la última subasta, el Tesoro colocó \$1,1 billones en Lecap Nov-24 al 4,4% TEM y \$0,6 billones en la de Mar-25 al 4,1% TEM.

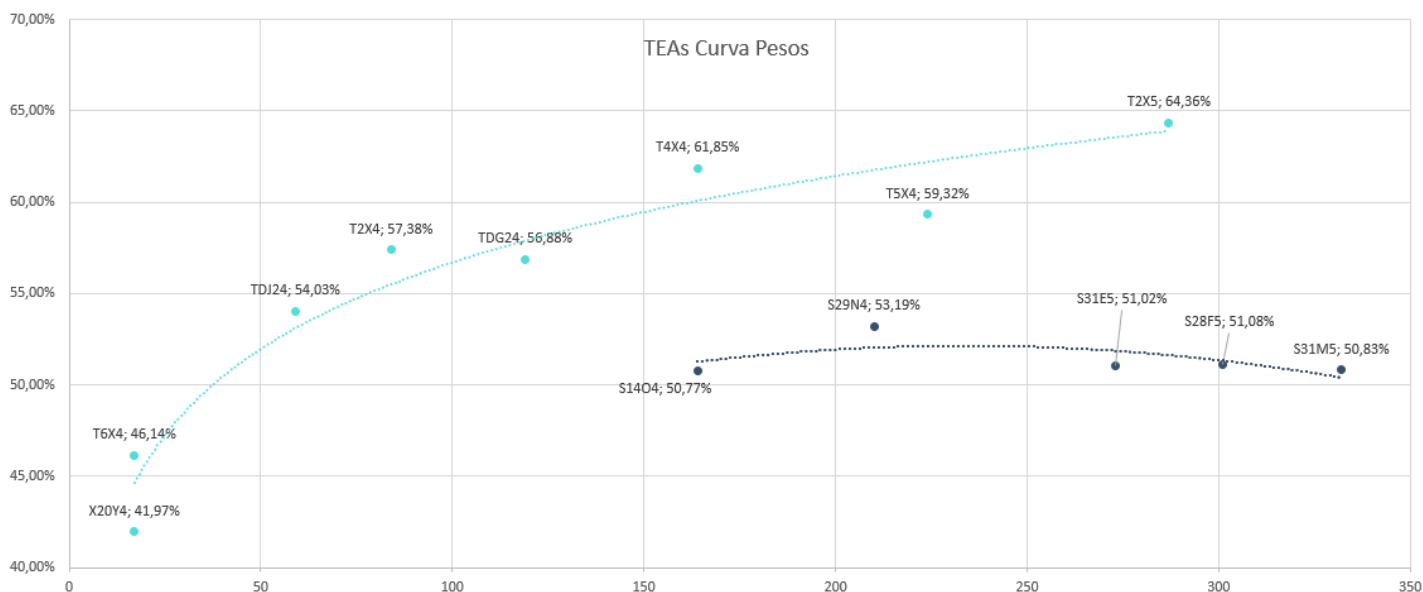
## Evaluación de la Estrategia de Financiamiento y Futuro:

El rendimiento subóptimo en la subasta sugiere dificultades temporales para el gobierno en financiarse únicamente a través de tasa fija o instrumentos indexados a largo plazo. Esto podría obligar al Mecon a ajustar su estrategia de financiamiento. El próximo vencimiento importante para el Tesoro es el 20 de mayo, con \$2,7 billones pendientes entre T6X4 y X20Y4.

## Perspectivas de Inflación y Estrategia de Inversión:

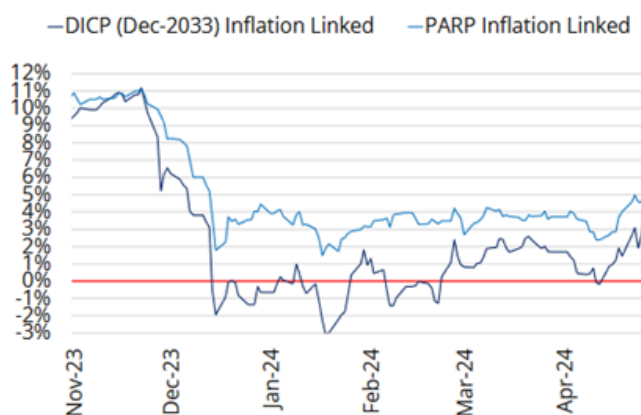
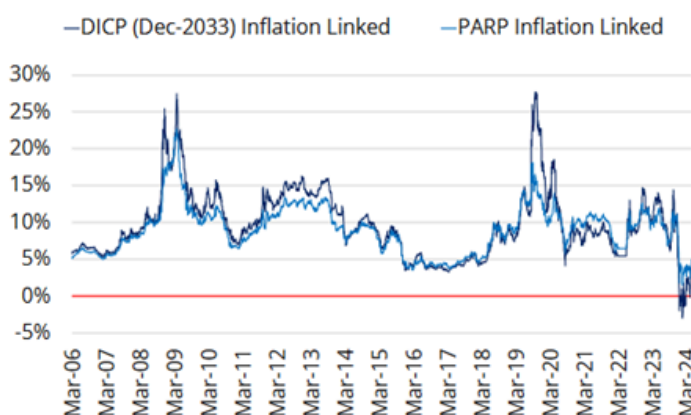
Las expectativas de una fuerte desinflación están impactando negativamente en la parte larga de la curva CER. La inflación mensual necesaria para igualar el retorno total de la Lecap Mar-25 emitida recientemente y un bono CER a Feb-25 es del 4,8% desde mayo hasta diciembre, asumiendo un IPC de 8,5% en abril. Bajo estos parámetros, sólo un enfoque muy optimista respecto a la inflación futura justificaría la elección de títulos a tasa fija. Desde una perspectiva de riesgo-retorno, se recomienda optar por la cobertura de títulos CER de corto plazo.

ESPECIE	Vencimiento	Plazo Remanente	Precio	TNA	TEM	Infla MoM (con TEM)	Tasa Forward	Días	TNA Forward
<b>S14O4</b>	14/10/2024	164	109,40	45,15%	3,48%	6,08%			
<b>S29N4</b>	29/11/2024	210	105,25	48,43%	3,62%	5,75%	6,37%	46	50,55%
<b>S31E5</b>	31/1/2025	273	126,30	48,40%	3,50%	4,83%	6,59%	63	38,18%
<b>S28F5</b>	28/2/2025	301	112,10	49,28%	3,50%	4,83%	3,29%	28	42,92%
<b>S31M5</b>	31/3/2025	332	106,50	49,97%	3,48%	4,82%	3,46%	31	40,72%
<b>CAUCION 1D</b>	3/5/2024	1	99,89	38,60%	3,22%				
<b>CAUCION 7D</b>	9/5/2024	7	99,24	40,00%	3,33%		0,66%	6	40,19%
<b>CAUCION 30D</b>	1/6/2024	30	96,97	38,00%	3,12%		2,34%	23	37,11%
						<b>B-E en CER</b>			
<b>X20Y4</b>	20/5/2024	17	189,25	35,34%	2,92%				
<b>T6X4</b>	20/5/2024	17	312,15	38,27%	3,17%	11,12%			
<b>TDJ24</b>	1/7/2024	59	107900,00	44,74%	3,61%	7,64%	5,35%	42	46,53%
<b>T2X4</b>	26/7/2024	84	1440,00	47,80%	3,80%	7,46%	3,51%	25	51,31%
<b>TDG24</b>	30/8/2024	119	102000,00	48,50%	3,77%	8,39%	4,34%	35	45,21%
<b>T4X4</b>	14/10/2024	164	489,95	53,75%	4,04%	6,10%	7,20%	45	58,40%
<b>T5X4</b>	13/12/2024	224	413,00	53,91%	3,90%	5,63%	7,20%	60	43,77%
<b>T2X5</b>	14/2/2025	287	493,00	60,79%	4,17%	4,83%	11,06%	63	64,05%



No obstante nuestra preferencia por Cer cortos, es destacable la normalización del tramo mas largo de la curva. Observando el gráfico de abajo a la derecha, se nota una rápida normalización de los rendimientos del tramo largo CER que llegaron a rendir -3% y finalizaron el mes en +5%.

El gráfico de la izquierda nos muestra la exageración del mercado para los niveles de largo plazo, se podía esperar en cualquier momento una fuerte baja en los precios del tramo largo llevando las tasas reales a niveles positivos nuevamente como sucedió luego de la última licitación.



Más allá del universo Pesos, la deuda soberana en Dólares estuvo más débil las últimas ruedas, en un contexto internacional algo más volátil. Destacamos que el Bopreal Serie 2 cerró ayer a una TNA de 12,8% contra Cable y apenas 3,6% contra MEP (ver figura), lo que sugiere que el mercado espera cobrar Cable a partir de julio. Recordar que el Gobierno aseguró a través de canales informales que los tenedores de Bopreales que los hayan comprado en el secundario y los custodien en Euroclear recibirán los pagos de renta y amortización en Dólar Cable. La normativa vigente habilita el acceso al canje MEP/CCL por parte de Caja de Valores solamente para los títulos del Tesoro Nacional, pero lo cierto es que si el BCRA quiere pagar Cable tiene manera de hacerlo y el mercado da por hecho que así será.

Repasando el momento que más suscripciones tuvieron los Bopreal, notamos que fue cuando la brecha entre el CCL implícito de Bopreal, y el CCL observado era menor al 5% o incluso negativa. En esas licitaciones se adjudicó el 84% del total emitido de las tres series. Y si se emitiera Bopreal para el pago de utilidades atrasadas, quizás no corresponderá el pago de impuesto país, dejando un tipo de cambio implícito de \$1.117 sólo 4% superior al CCL observado, y dentro del rango en el cual las empresas importadoras se interesaron en estos instrumentos.

Licitación (segundo día)	BONO	Monto Colocado	Oustanding	Precio de licitación	Tipo de cambio de licitación	Impuesto País	Precio en pesos	Precio en USD	CCL Implícito	CCL	Brecha CCL Implícito Bopreal vs CCL observado GD30
28-dic-23	BP27C	68	68	100,00	806,88	0,0%	80.688	67,98	1.187	933	27%
4-ene-24	BP27C	57	125	100,08	810,65	0,0%	81.133	67,98	1.194	1.065	12%
11-ene-24	BP27C	1.179	1.303	100,18	814,35	0,0%	81.582	67,98	1.200	1.167	3%
18-ene-24	BP27C	340	1.643	100,28	818,15	0,0%	82.042	67,98	1.207	1.271	-5%
25-ene-24	BP27C	2.454	4.096	100,37	821,95	0,0%	82.502	67,98	1.214	1.280	-5%
31-ene-24	BP27C	904	5.000	100,44	825,25	0,0%	82.892	68,53	1.210	1.183	2%
8-feb-24	BPJ5C	271	271	100,00	829,55	17,5%	97.472	85,99	1.134	1.253	-10%
15-feb-24	BPJ5C	1.170	1.441	100,00	831,25	17,5%	97.672	85,99	1.136	1.156	-2%
22-feb-24	BPJ5C	560	2.000	100,00	837,25	17,5%	98.377	85,99	1.144	1.094	5%
29-feb-24	BPY6C	491	491	100,00	841,15	17,5%	98.835	72,02	1.372	1.077	27%
7-mar-24	BPY6C	301	792	100,06	845,25	17,5%	99.375	72,02	1.380	1.026	34%
14-mar-24	BPY6C	100	892	100,12	848,75	17,5%	99.844	72,02	1.386	1.062	30%
21-mar-24	BPY6C	89	981	100,17	852,75	17,5%	100.365	72,02	1.394	1.097	27%
11-abr-24	BPY6C	103	1.084	100,34	864,75	17,5%	101.955	80,19	1.271	1.047	21%
25-abr-24	BPY6C	113	1.197	100,46	872,75	17,5%	103.018	78,48	1.313	1.079	22%

## ESCENARIOS DE BONOS ARGENTINOS EN DÓLARES SOBERANOS PARA DICIEMBRE DE 2024

**Positivo:** Se logran aprobar en el Congreso un conjunto de reformas macroeconómicas, entre las que se encuentran la reforma laboral, previsional,

superávit fiscal financiero el primer año, cero emisión monetaria para financiar al Tesoro y un aumento de reservas netas por comercio el primer año de U\$S 10.000 mln. Esto le permite al gobierno nacional acceder a los mercados de capitales internacionales para refinanciar sus vencimientos en 2025.

**Negativo:** Durante el primer semestre de 2024 no se aprueban las reformas anteriormente mencionadas, continúa el déficit y el financiamiento monetario, se intenta cerrar la brecha cambiaria de golpe que sin anclas genera mayor inflación y mayores restricciones cambiarias. En este escenario no se logra el acceso a los mercados internacionales, y debido al aumento de vencimientos se realiza un nuevo canje de bonos con recorte del 30% del capital nominal (en línea con los países que reestructuraron teniendo préstamos del FMI), y se amplía el plazo de repago del capital remanente a 10 años.

**Base:** Durante el primer semestre de 2024 no es posible realizar todas las reformas macroeconómicas necesarias, pero algunas sí. Y dado el aumento de los vencimientos de capital de la deuda, se realiza un canje de deuda sin recorte de capital y con un aumento de 1% anual del cupón de interés, pero con un alargamiento de plazo de pago del capital de 10 años.

## Contexto Macroeconómico y Política Cambiaria

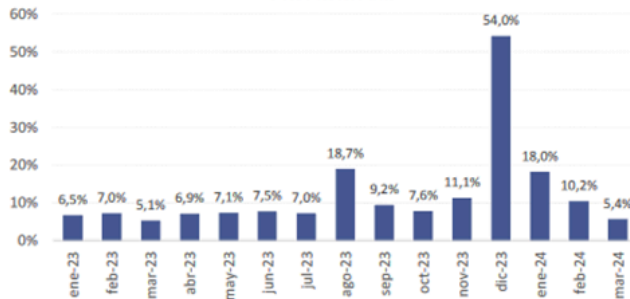
El ingreso de divisas en marzo fue influenciado por los bajos precios internacionales y las políticas del nuevo gobierno. A pesar de las demandas por una corrección más significativa del crawling peg, que actualmente se mantiene en el 2% mensual, y la implementación del "dólar blend", las exportaciones de granos y la industria aceitera continúan enfrentando desafíos como la alta capacidad ociosa y márgenes negativos constantes.

	Actual			Positive			Negative: 30% capital haircut + 10 years maturity extension			Base: 0% capital haircut + 10 years maturity extension +1% Coupon			Negotiated Amount (U\$S mln)
	Coupon to collect until Dec-24	Price	TIR	YTM	Price	Total Return	EY	Price	Total Return	EY	Price	Total Return	26-Apr-24
GD29	0,50	59,9	22,3%	9,0%	85,8	43%	12,0%	22,5	-62%	12,8%	36,5	-38%	0
GD30	4,38	58,2	21,3%	9,0%	83,4	43%	12,1%	22,4	-54%	12,9%	36,1	-30%	29
GD35	1,81	47,3	16,8%	9,3%	78,4	66%	12,2%	34,5	-23%	13,4%	52,0	14%	18
GD38	2,13	52,2	17,1%	9,3%	82,9	59%	12,3%	36,5	-26%	13,1%	56,4	12%	11
GD41	1,75	45,1	16,0%	9,5%	71,5	58%	12,4%	30,8	-28%	13,4%	47,9	10%	17
GD46	1,81	48,0	16,7%	9,5%	75,4	57%	12,5%	33,3	-27%	13,1%	52,9	14%	1
AL29	0,50	58,0	23,9%	10,0%	84,2	45%	13,0%	20,5	-64%	13,8%	32,5	-43%	1
AL30	4,38	55,5	23,5%	10,0%	81,6	47%	13,1%	20,4	-55%	14,0%	32,9	-33%	208
AL35	1,81	46,8	17,0%	10,3%	74,0	58%	13,2%	31,8	-28%	14,4%	46,1	3%	4
AE38	2,13	49,9	18,1%	10,3%	78,8	58%	13,3%	33,8	-28%	14,1%	50,0	4%	6
AL41	1,75	43,9	16,5%	10,5%	67,2	53%	13,4%	28,3	-31%	14,4%	42,4	1%	0

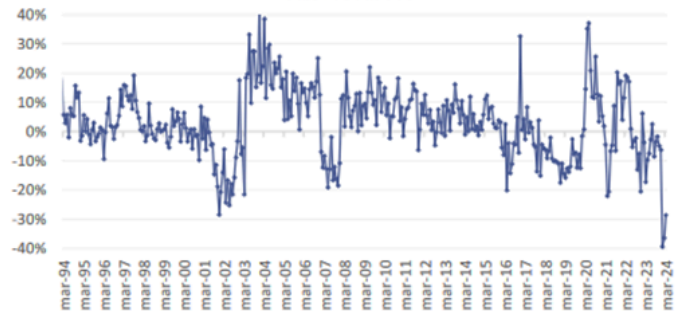
# Economía

La inflación núcleo mensual, que en marzo perforó los 2 dígitos, parece rondar el 5% en abril confirmando la impactante desaceleración de la nominalidad que había empezado a marcar la inflación mayorista. La dinámica de precios refleja que, al menos hasta el momento, la combinación de un muy severo ajuste fiscal (con superávit financiero en cada uno de los tres primeros meses del año gracias a contracciones del gasto real inéditas en la historia reciente, ancla cambiaria (crawling peg de 2% mensual) y desplome de actividad fue suficiente para frenar dramáticamente la inflación sin reformas monetarias de fondo (ni una hoja de ruta sobre la transición hacia el próximo régimen monetario).

**Evolución de los precios mayoristas**  
*Serie mensual*



**Evolución gasto primario Sector Público Nacional**  
*Var. % real YoY*



¿Cómo sigue este camino hacia adelante? Hasta aquí, los resultados de la estrategia del Gobierno (ortodoxia fiscal y heterodoxia, o pragmatismo, monetario) son elocuentes e innegables, pero es inevitable hacerse preguntas acerca de la decisión de mantener el ritmo del A3500 por debajo de la inflación y seguir atrasando el tipo de cambio real. Una aceleración del crawling peg sin dudas iría en contra de la desinflación, y en su presentación para inversores globales, el Central dio la señal de que busca una salida por encima del laberinto de la carrera nominal “devaluación – inflación – atraso cambiario – devaluación”.

El BCRA hace énfasis en su diagnóstico de que durante los últimos años los márgenes empresarios crecieron como conducta precautoria ante el cambiante marco normativo y (en algunos sectores) como resultado del proteccionismo. En la presentación de Werning (vice del BCRA), se ilustró el crecimiento de los márgenes con un cuadro en el que muestra la evolución de los precios relativos de distintos sectores y daría la impresión que el objetivo es que los mismos se achiquen naturalmente como consecuencia de las reformas micro, consolidando a nivel macro el proceso de desinflación. Desde luego, este sendero no está

exento de riesgos: la futura unificación cambiaria y la eventual recuperación del consumo son fenómenos que podrían dificultar (o al menos ralentizar) la incipiente desinflación.

Mientras tanto, los números fiscales y externos siguen siendo muy positivos. Aunque la magnitud del ajuste de las cuentas fiscales y externas es insoslayable, de cara al 2do semestre es indispensable mejorar la calidad del ajuste: que dependa menos de factores transitorios como la licuación de jubilaciones y salarios y más de aumentos sostenibles en los ingresos fiscales. El 60% de la mejora fiscal del 1T2024 se explicó por licuación de jubilaciones y por la recaudación del impuesto PAIS (la primera se revertirá gradualmente cuando baje la inflación, mientras que la segunda caerá muy fuerte, si no del todo, una vez que se unifique el FX). Por lo que para que el ancla fiscal siga siendo efectiva en el tiempo, eventualmente será necesario que el Gobierno muestre una política fiscal más sostenible. En el frente externo, el Central sigue con compras en el MULC y las reservas netas (restando pagos Bopreal de los próximos 12 meses) ya son casi cero (USD -400 millones)

Aunque a fin de mes vencieron USD 2.800 millones con el FMI y el stock del BCRA volvió a caer, Argentina sigue bien encaminada para cumplir con las metas de reservas del programa con el Fondo.