

Bonos en USD: Porqué no suben las paridades

Desde que asumió Milei los bonos en USD han tenido una muy buena performance con subas significativas que anticipamos ya desde fin de 2023 (ver [aquí](#)) y que en nuestra actualización de marzo señalamos que podrían tener algún grado de mejora potencial (ver [aquí](#)).

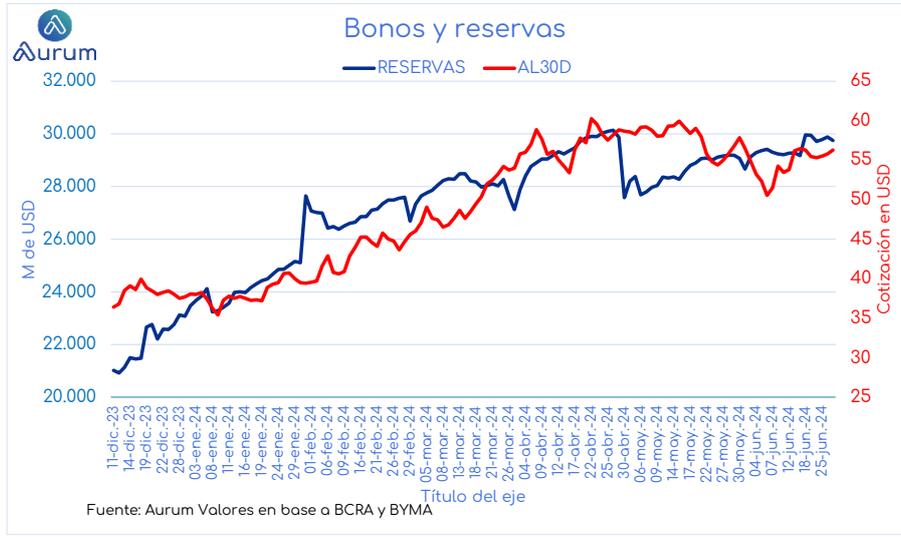
Las mejoras esperadas estaban asociadas a la performance fiscal y la posibilidad de que eso trajera aparejada una mejora del riesgo país.

Al mismo tiempo la acumulación de reservas de ese momento potenciaba los escenarios positivos.

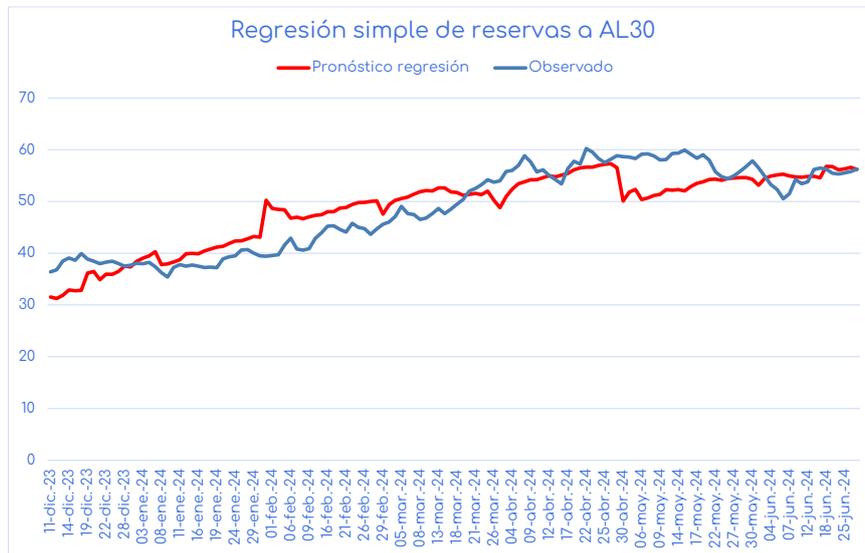
Desde ese entonces el escenario fiscal se consolidó y deberíamos haber visto una baja del riesgo país bastante más contundente. Sin embargo, esto no ocurrió. Y desde mayo los bonos operan lateralizando, incluso soportando algunas correcciones.

¿Qué es lo que pasó? ¿Y qué nos espera en adelante?

Creemos que el principal factor que abortó la mejora que venía mostrando el riesgo país fue que el BCRA dejó de acumular reservas. El siguiente gráfico muestra la evolución del stock de divisas en el BCRA y el precio del AL30D.



Una regresión simple nos indica que en estos 6 meses se haría podido predecir bastante bien el valor del AL30D según el stock de reservas del BCRA. El gráfico que compara el pronóstico de la regresión con el valor observado se muestra debajo.



Con estas evidencias en mente entonces nos interesa saber qué pasará con las reservas de acá en adelante y qué fue lo que provocó la caída de la acumulación de reservas desde mediados de mayo.

Las razones de una caída en la acumulación de divisas son varias¹, pero señalamos las dos que creemos son las principales que inciden en este momento:

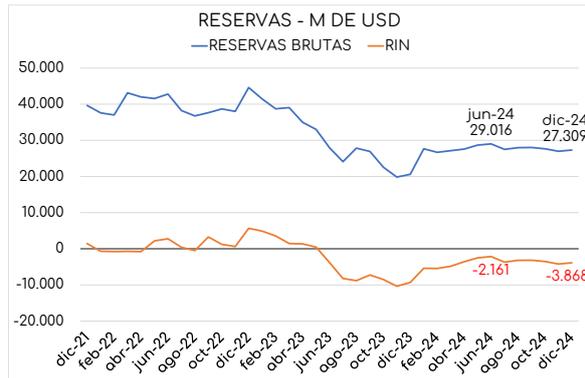
1. Proceso de acelerada apreciación cambiaria que parecería haber agotado en la visión del mercado el esquema de crawl al 2% y
2. Exagerada baja de la tasa de interés en pesos que desincentivó liquidación de divisas dada la caída abrupta del diferencial entre tasa en pesos y ritmo de crawl.

Tomando en consideración que el gobierno parecería no querer modificar este esquema (solo en el margen parecería haber una tímida suba de tasas a varios meses y ninguna suba en la tasa de 1 día y Caputo insiste en sus tuits

¹ Hay que señalar también que los anabólicos (calendarización de pagos de importaciones, desacumulación de los stocks de exportables a la espera de la devaluación de diciembre, etc) con los que se consiguió acumular divisas en el primer trimestre se fueron agotando hacia abril.

de que no se modifica el crawl ni el 80/20), lo que queda por delante en 2024 para mejora el stock de reservas del BCRA luce muy complejo.

Mostramos debajo nuestra proyección del balance cambiario para el segundo semestre y todo 2024 donde proyectamos que, sin cambios de cierta envergadura en la política monetaria-cambiaria, el segundo semestre va a dejar al stock de reservas peor de lo que termina esta mitad del año.



En ese contexto no podemos descartar que, si se mantiene esta correlación de mejora de bonos (y riesgo país) con acumulación de reservas, no logremos ver grandes mejoras en los bonos hasta fin de año. Algo que nos preocupa bastante pensando en las necesidades de re- acceso a los mercados de crédito en 2025 dado el exigente calendario de financiamiento que debe afrontar la tesorería.

Los anuncios del viernes del ministro y del presidente del BCRA en principio no han modificado las expectativas que tenemos para las reservas en el segundo semestre por lo que seguimos preocupados por los efectos que la no acumulación de divisas podría tener sobre el riesgo país y su impacto en bonos.

BALANCE CAMBIARIO EN 2024 - MILLONES DE USD			
	I-SEM-24	II-SEM24	2.024
RDO BIENES	15.875	5.902	21.776
EXPO BIENES	33.077	33.017	66.094
CEREALES Y OLEAG	12.347	13.000	25.347
OTROS AGROPECUARIOS	1.619	1.617	3.236
RESTO	19.112	18.400	37.512
IMPO BIENES	-17.203	-27.115	-44.318
ENERGÍA (GAS Y ELECTRICIDAD)	-517	-392	-909
PETRÓLEO Y GLP	-2.177	-1.524	-3.701
RESTO	-14.508	-25.200	-39.708
RDO SERVICIOS	-1.381	-3.505	-4.886
EXPO SERVICIOS	4.135	3.995	8.130
IMPO SERVICIOS	-5.517	-7.500	-13.017
DIVID. Y RENTAS NETOS	-72	-58	-130
INTERESES NETOS	-5.396	-6.908	-12.304
- AL IMF	-1.572	-1.484	-3.056
- A OTROS OI	-989	-1.019	-2.008
- A CDP	-153	-144	-296
- SPN A PRIVADOS	-1.553	-1.767	-3.320
- INTERESES SECTOR PRIVADO	-1.692	-3.000	-4.692
- INTERESES (INGRESOS SEC. PRIVADO)	563	505	1.068
VARIOS	67	90	157
SALDO CTA CTE	9.092	-4.479	4.613
<i>En % del PIB</i>			0,7%
IED	518	1.150	1.668
LINEAS CRÉDITO (CORP NETO)	1.207	2.850	4.057
INVERSIÓN PORTAFOLIO	33	120	153
AMORTIZ DEUDA SPN Y BCRA	0	-2.094	-2.094
OI (SIN FMI)	-4.247	1.450	-2.797
FMI NETO	1.573	-644	929
DÓLAR AHORRO	-77	-60	-137
COMPRA BONOS c/ DÓLARES	-148	0	-148
OTROS MOVIMIENTOS	-2.119	0	-2.119
SUBTOTAL CTA CAP Y FCIERA	-3.258	2.772	-487
Variación de reservas	5.833	-1.707	4.126
Ajuste valuación	110	0	110
Variación reservas brutas	5.943	-1.707	4.236

lunes, 1 de julio de 2024



El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.

Aurum Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60