

FUNDAMENTOS Y VALUACIONES

Los siguientes gráficos y cuadros explican los factores detrás de las recomendaciones que se han expuesto en las líneas anteriores. Se destacan aquellas variables que consideramos importantes para entender la tendencia del mercado:

¿Qué pasó con los principales activos internacionales durante abril?

En las últimas semanas se ha combinado en Estados Unidos la decisión de avanzar con dos fuertes planes de estímulo fiscal y los comentarios de la Reserva Federal donde acepta que la prioridad es la recuperación económico aún a riesgo de tener que tolerar varios meses por arriba del 2% de inflación interanual. Consideran que de suceder no se trataría de inflación estructural sino de reacomodamiento a un nuevo escenario de crecimiento económico. Todavía ven lejos los objetivos de recuperación del empleo. Por ahora no se ven señales claras de que cambie la política monetaria, donde claramente primero debería reducirse el ritmo de compra de activos. Estas noticias han vuelto a debilitar al dólar y fortalecer al Euro.

		Var %			SEMAFORO			Cambio vs abr-21	Principales argumentos
		YTD	30d	12 m	V	A	R		
Monedas	Euro / Dólar	1,7%	-2,1%	-9,4%	V			+	Los programas de expansión fiscal aprobados en Estados Unidos combinados con la política monetaria expansiva vuelven a generar expectativas de debilidad del dólar
	DXY/Dólar	1,5%	-1,9%	-8,3%			R	-	
	Real / Dólar	4,6%	-4,8%	-2,3%		A		=	
Renta Fija	USD 10 Años	0,5%	0,1%	1,0%		A		=	Con tasas tan bajas, el retorno depende de cómo evolucionan las monedas. Esto suma volatilidad. La recuperación del Real le dio nuevo dinamismo a las inversiones en Brasil.
	Alemania 10 A	-1,8%	2,1%	9,9%		A		=	
	Brasil 10 Años	-0,8%	5,8%	10,0%		A		=	
Renta Variable	S&P 500	10,8%	3,6%	46,1%	V			=	Recuperación económica le sigue ganando a expectativa de inflación y suba de tasas, que reciben se espera para 2023. Mientras tanto, en virtud de buenos balances, se espera un reacomodamiento de activos.
	NASDAQ	5,8%	1,1%	58,2%		A		-	
	Bovespa	-4,5%	7,3%	52,4%	V			+	
Commodities	Petróleo	33,7%	6,8%	141,5%	V			+	Con campañas de vacunación avanzando, la mejoría del nivel de actividad se consolida y eso impacta positivamente en petróleo. Para los granos se esperan precios sostenidos por demanda y debilidad del dólar.
	Oro	-6,2%	3,0%	3,5%			R	-	
	Bitcoin	85,6%	-7,7%	536,4%		A		=	
	Soja	17,4%	9,2%	82,4%	V			+	

En el segmento de renta variable, las tasas van a seguir muy bajas, inclusive negativas en términos reales para los tramos cortos y medios. En ese marco la rentabilidad va a estar dado por cómo evolucionen las monedas.

Para el segmento de Renta Variable la expectativa de corto plazo sigue siendo positiva, porque todavía se percibe lejano el proceso de suba de tasas o recorte de los principales paquetes. Mientras tanto se observan buenos balances que dan aire a los sectores que estuvieron más afectados durante la pandemia.

En el caso de Commodities el escenario es parecido, con recuperación de la actividad y demanda firme, los precios por ahora no tienen perspectivas de baja.

Argentina: Mejoran los fundamentos, pero no alcanza

Algunos de los principales fundamentos económicos han mostrado claras señales de mejoría en los últimos meses: Solvencia fiscal, política monetaria conservadora, compra de dólares del BCRA, menor ritmo de depreciación, estabilidad de la brecha cambiaria y gradual recuperación del nivel de actividad. A pesar de ello, los indicadores financieros se han seguido deteriorando. El Riesgo País permanece en niveles altos, el valor de las acciones no logra recuperarse de manera sostenida y han comenzado a subir los costos de cobertura cambiaria. El dato negativo ha sido la aceleración inflacionaria de marzo y su efecto derrame sobre abril.

Datos en % del PBI	Real	Presup	QM
	2020	2021	2021
INGRESOS TOTALES	18,0%	19,1%	19,3%
GASTO PRIMARIO	24,5%	23,6%	22,5%
RESULTADO PRIMARIO	-6,5%	-4,5%	-3,2%
Intereses	2,0%	1,5%	1,2%
RESULTADO FINANCIERO	-8,5%	-6,0%	-4,4%
Asistencia BCRA	7,1%	3,4%	2,9%
Mercado	1,4%	2,6%	1,6%
Asistencia BCRA \$ Mill	1.905.830	1.200.000	1.200.000
Mercado \$ Mill	387.000	912.483	652.622

El primer trimestre mostró un déficit primario que, a pesar de la inflación, fue la mitad del observado en el primer trimestre 2020 (antes de los gastos por COVID). Esto deja un panorama hacia adelante donde probablemente se sobrecumpla el 4,5% de desequilibrio proyectado en el PBI y eso implique una menor necesidad de acceder al mercado de capitales. Según las cifras del presupuesto, se necesitaban \$900.000 millones de crédito

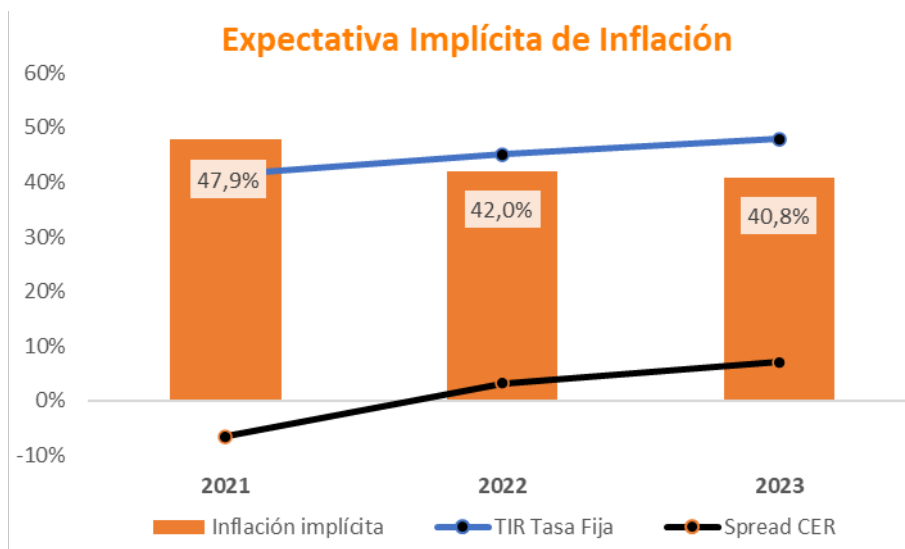
neto de vencimientos. En virtud de cómo ha evolucionado la recaudación, esa necesidad podría reducirse a \$650.000 millones. En los primeros meses ya se captaron \$194.000 millones y el Tesoro se ha financiado con un mix de 50% asistencia del BCRA y 50% mercado de capitales local.

El frente cambiario y monetario también ha mostrado señales saludables, con el BCRA comprando USD 3.700 millones en el mercado cambiario en los primeros 4 meses y con la Base Monetaria creciendo solamente 16% interanual.

Pero por ahora estas señales no parecen suficientes, dado que el mercado sigue planteando dudas sobre el ordenamiento de estas variables luego del proceso electoral. Por ahora el clima de mercado le está ganando al cambio en algunos fundamentos.

¿Qué nos dicen las curvas de rendimientos?

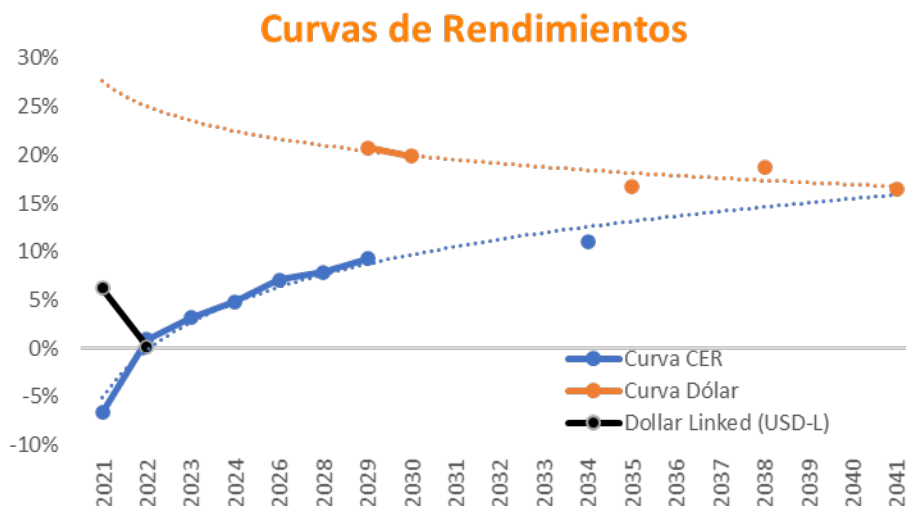
Del análisis de las curvas de rendimientos se pueden conocer las expectativas promedio del mercado para algunas variables que son imprescindibles para la valuación de los bonos. El elevado dato de inflación de marzo mantuvo altas las expectativas para este año, que ahora se ubican en 48%. Hacia adelante el mercado espera una velocidad lenta de descenso del ritmo inflacionario.



Esta expectativa de inflación alta de corto plazo ha impactado en la curva CER, con aumento de la demanda de los instrumentos más cortos, que ahora rinden hasta 7% por debajo de la inflación y han generado que la curva quede con una pendiente positiva más marcada. Los instrumentos dolar linked también han empezado a ganar atractivo, en especial el TV22, que estaría en condiciones de captar un cambio en el ritmo de

depreciación que pueda producirse sobre fin de este año o principios de 2022. Eso marca una diferencia con el T2V1 de vencimiento en 2021.

La curva "Hard Dollar" sigue con pendiente negativa y con rendimientos del orden del 20% en los instrumentos más cortos.



La manera en que evolucionaron las distintas curvas de rendimientos ha dejado en evidencia que, por ahora, la utilización del tipo de cambio como instrumento de anclaje de expectativas no ha generado efecto. El dato de inflación de marzo generó un cambio de expectativas en ese sentido.