

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:

La Economía Internacional tratando de ingresar en la Post Pandemia

Los avances en la vacunación han permitido una mejoría en las expectativas de crecimiento, esto aún a pesar de las implicancias de la mayor contagiosidad de la variante Delta del Covid-19.

De todas maneras, la caída que implicó la crisis y la velocidad de recuperación está mostrando profundas asimetrías regionales. Asia Emergente y en Desarrollo fue la menos afectada y a su vez la que mantiene mayores ritmos sostenidos de crecimiento. Eso implica que, de cumplirse las expectativas, cerraría 2022 con un PBI 13,4% mayor al de 2019.

Estados Unidos perdió 3,5% de PBI en 2020 por la crisis, pero su rápida recuperación y el impulso esperado para 2022 lo llevaría a cerrar el año con un nivel de actividad 8,3% mayor al precrisis.

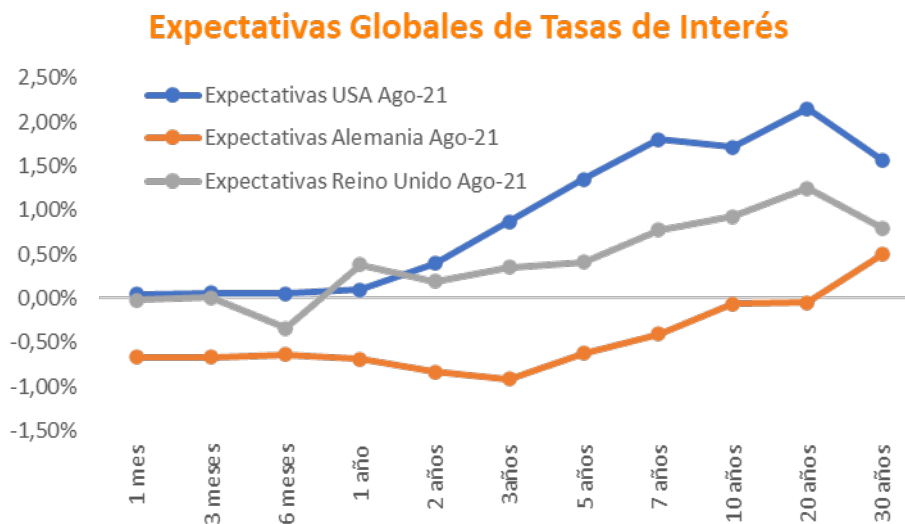
Var % Anual	2020	2021	2022	2022 vs 2019
Economía Global	-3,2	6,0	4,9	7,6
Estados Unidos	-3,5	7,0	4,9	8,3
Zona del Euro	-6,5	4,6	4,3	2,0
Oriente Medio y Asia Central	-2,6	4,0	3,7	5,0
Asia Emergente y en Desarrollo	-0,9	7,5	6,4	13,4
América Latina y Caribe	-7,0	5,8	3,2	1,5
África Subsahariana	-1,8	3,4	4,1	5,7

En el otro extremo se encuentra la Unión Europea, muy afectada en especial por las primeras etapas de la pandemia, con velocidad inicial de vacunación menor y sobre todo

con un impulso fiscal y monetario más contenido. Esto llevaría a la Zona del Euro a terminar 2022 con un nivel de PBI apenas 2% mayor al de 2019.

En el caso de América Latina, el impacto en términos económicos fue récord, por la profundidad que alcanzó la crisis sanitaria y por la necesidad de cortar movilidad para evitar la saturación del sistema de salud. Por eso, a pesar de una fuerte recuperación en 2021, el año 2022 cerraría con apenas 1,5% de mejoría con respecto a 2019.

Este escenario con fuertes diferenciales de crecimiento y en especial con políticas fiscales y monetarias que han mostrado distintas profundidades, se reflejan en las expectativas de tasas de interés. Una comparación entre Estados Unidos, Reino Unido y Alemania, muestra curvas de rendimientos implícitos entre tramos muy diferentes.



En el caso de Estados Unidos las tasas de corto plazo se mantienen bajas, pero los bonos más largos ya tienen incorporada una expectativa de suba de tasas que se produciría dentro de 18 a 24 meses. En cambio, en Reino Unido ese cambio en el rendimiento implícito se espera ya para dentro de 12 meses. Para el caso puntual de Alemania, los rendimientos implícitos siguen negativos hasta un plazo de 10 años.

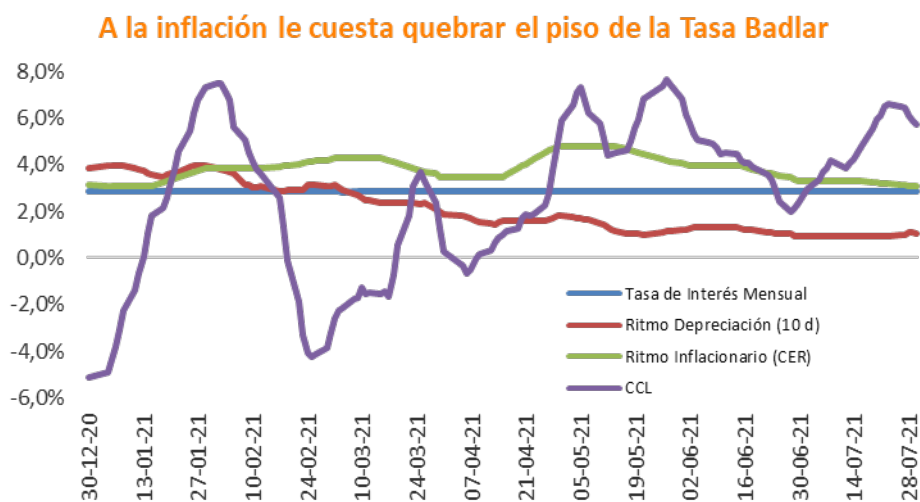
Estas tasas de interés dejan entrever expectativas de depreciación del dólar con respecto al Euro para los próximos años, que puede ser consecuencia de las mencionadas políticas claramente más expansivas y mayor desequilibrio fiscal esperado para Estados Unidos.

Argentina: Entra en modo electoral

Ya desde el primer trimestre se esperaba que para esta altura del año empiece a disminuir el ingreso de dólares del agro, aumente la demanda de dolarización y disminuya el ritmo inflacionario.

Esa dinámica se está confirmando, con el ritmo de inflación acercándose al nivel de la tasa de interés, pero todavía sin quebrarlo. Seguimos sosteniendo a que niveles iguales, el ajuste CER ofrece cobertura de riesgo que la tasa no. Las tasas de interés se mantuvieron estables a pesar de el descenso del ritmo inflacionario y esperamos que se mantengan, porque el riesgo hoy está dado por la dolarización de carteras y no por la pérdida de poder adquisitivo de los pesos.

Por eso el BCRA entiende que es clave mantener el ritmo de depreciación por debajo de la tasa de interés. Lo ha logrado con el tipo de cambio oficial, pero no ha podido sostenerlo con el dólar financiero (MEP-CCL), incluso a pesar de haber intervenido fuerte en el mercado de bonos (casi USD 400 millones en julio).



En este escenario seguimos prefiriendo posicionarnos en CER corto y medio, en sintéticos que aún sin salto discreto del tipo de cambio ofrecen un diferencial de rendimiento y empezamos a ver oportunidades en el segmento de los bonos argentinos en moneda extranjera.

En 2022 empiezan a devengar cupones más altos que, dado el bajo nivel de paridades, pasan a ser rendimientos atractivos en moneda extranjera más allá de una eventual

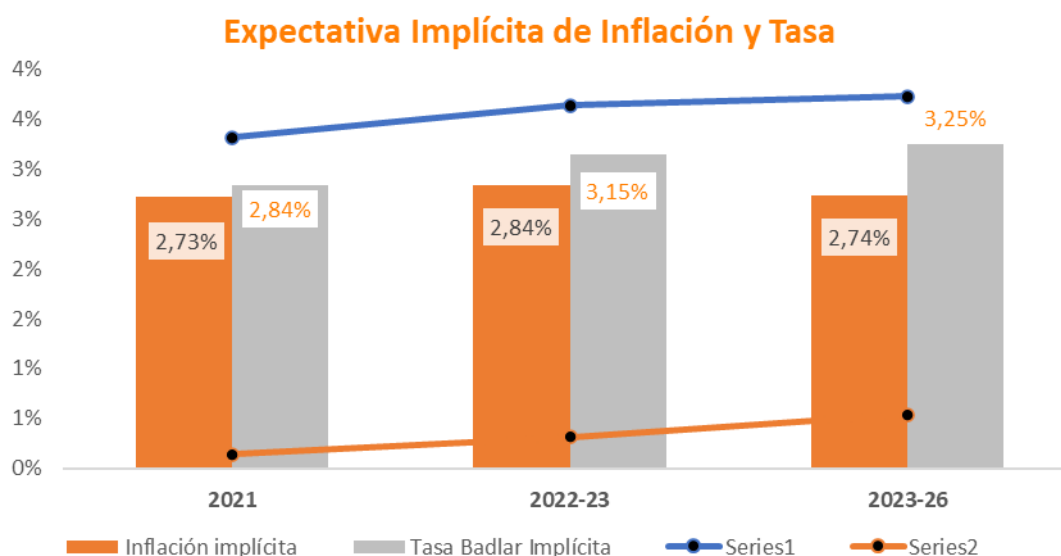
ganancia de capital. El interés corrido pasa de 1,4% promedio en 2021 a 4,2% en 2022 dado el actual nivel de paridades.

Si además se logra un acuerdo con el FMI, se puede dar un escenario de buena performance para estos activos y para ello nos gustan los tramos medios y largos (2038 – 2041).

	Tasa Devengamiento		Interés Corrido		Paridad	Volumen Circulación
	2021	2022	2021	2022		
2029	1,00%	1,00%	2,5%	2,5%	40,5	2.635
2030	0,30%	0,50%	0,8%	1,3%	38,8	16.091
2035	0,07%	1,30%	0,2%	3,8%	34,6	20.502
2038	1,02%	2,89%	2,4%	6,9%	42,0	11.405
2041	1,25%	2,98%	3,1%	7,4%	40,0	10.482
2046	0,60%	1,30%	1,7%	3,7%	35,2	2.092
TOTAL	0,6%	1,6%	1,4%	4,2%	38,2	63.207

¿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. A la espera del dato de julio de inflación, el arbitraje de bonos muestra valores de equilibrio del orden del 2,7/2,8% mensual para los próximos 4/5 meses. Esta cifra de arbitraje muestra una inflación claramente menor a la del primer semestre del año. Hacia adelante el mercado sigue reflejando niveles de inflación que se sostienen altos.



Los activos de muy corto plazo empiezan a reflejar esta expectativa de menor inflación para los próximos meses y la aproximación entre los niveles de tasas de interés e inflación. Eso llevó al tramo corto de la curva CER a volver a mostrar un rendimiento positivo por sobre inflación, luego de haber estado varios meses en terreno negativo.

Los instrumentos dollar linked muestran una curva marcadamente negativa en un período corto de tiempo. Eso se explica por una baja expectativa de ajuste cambiario en 2021 que no se mantiene en el período post electoral, donde los inversores ya toman cobertura ante un posible salto discreto del tipo de cambio o una aceleración del ritmo de depreciación.

La curva "Hard Dollar" sigue con pendiente negativa y con rendimientos del orden del 22% en los instrumentos más cortos y del 17% promedio para los 3 tramos más largos.

