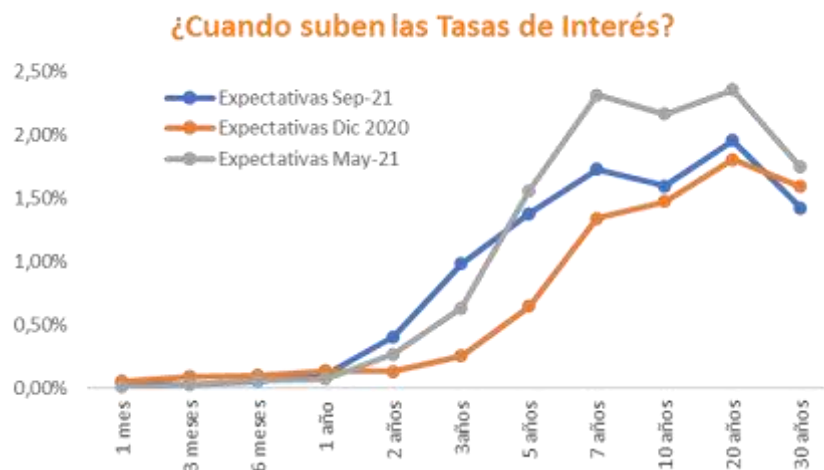


FUNDAMENTOS Y VALUACIONES

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 Reserva Federal considera iniciar “pronto” el “Tapering”

Si bien la tercera ola de Covid está afectando el ritmo de crecimiento de la última parte del año y se ha ralentizado el ritmo de creación de empleos, cada vez son más los miembros de la FED que considera necesario iniciar pronto un recorte gradual de estímulos monetarios. La estrategia elegida parece ser y disminuyendo el ritmo actual de USD 120.00 millones mensuales de recompra de activos y recién sobre fines de 2022 o 2023 iniciar la suba de tasas de interés. Igualmente, la última minuta ha dejado entrever que son ya 9 los miembros del Comité que piensan lógico iniciar en 2022 la suba de tasas (antes eran 7).



Al conocerse estas posturas, la curva de Bonos del Tesoro se desplazó hacia arriba en los tramos cortos y medios y se acható en el tramo más largo. Esto implica un inicio más rápido de la suba de tasas, pero niveles posteriores de equilibrio más bajos.

El posicionamiento de otros Bancos Centrales es diferente. Europa ya inició el proceso de recorte de estímulos. Las tasas de interés igualmente en Alemania o Reino Unido muestran expectativas de suba más graduales y con niveles de equilibrio de largo plazo inferiores.



Argentina: Expectativas de devaluación versus acuerdo con el FMI

Ya desde las semanas previas a las PASO el mercado comenzó a operar descontando un ajuste discreto del tipo de cambio. Esas expectativas se explican por la historia reciente que muestra que, luego de las últimas 4 elecciones se produjo un aumento en el ritmo de depreciación, ya sea por un ajuste puntual del tipo de cambio o por una aceleración del ritmo de depreciación. Siempre esto explicado por la necesidad creciente que tiene el BCRA de intervenir en el mercado cambiario para contener la demanda incremental de dólares que se produce ante cada acto electoral.

RITMOS DE DEPRECIACIÓN E INTERVENCIÓN PRE Y POST ELECTORAL

Ritmo Promedio Mensual	6M - Pre Paso	Paso - Generales	6M - Post Generales	6M - Pre Paso	Paso - Generales	6M - Post Generales
Elecciones 2011	0,6%	0,8%	0,7%	791	-1.594	1.298
Elecciones 2013	1,6%	2,4%	5,4%	175	-1.192	-17
Elecciones 2015	1,0%	1,3%	6,6%	305	-2.052	43
Elecciones 2017	1,3%	0,5%	2,5%	241	-511	-1.128
Elecciones 2019	2,2%	8,9%	2,1%	70	-1.320	92
Elecciones 2021	2,1%			1.064		
Promedio	1,3%	2,8%	3,5%	316	-1.334	58

Superficies sombreadas representan períodos con controles cambiarios

Al analizar la curva de tasas implícita en las operaciones de dólar futuro se observa como el salto esperado empieza a reflejarse en el mes de diciembre y se consolida a partir de enero 2022. La tasa de cobertura hasta noviembre es del 35% y a partir de ahí sube al 46,3% en diciembre y ya es mayor al 53% a partir de enero 2022.

Por lo tanto, está claro que el mercado ha tomado posiciones buscando cobertura para ajustes en el tipo de cambio en especial a partir de enero 2022.

Fecha	TCN 3500	Concepto	Fecha de Contrato									
			sep-21	oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22
22/9/2021	98,51	Precio	99,10	101,21	104,32	109,33	114,8	118,95	123,8	127,91	132,3	136,3
		Tasa Directa	0,6%	2,7%	5,9%	11,0%	16,5%	20,7%	25,7%	29,8%	34,3%	38,4%
		Tasa Mes	2,3%	2,1%	2,5%	3,2%	3,6%	3,6%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%
		TEA	31,32%	28,80%	35,41%	46,28%	53,17%	54,16%	55,11%	54,23%	53,55%	52,46%
	34,95	Indice CER	35,2	36,2	37,2	38,5	40,1	41,5	43,2	44,8	46,3	47,8
		Tasa Directa	0,7%	3,5%	6,6%	10,3%	14,7%	18,8%	23,7%	28,1%	32,5%	36,8%
		Tasa Mes	2,5%	2,7%	2,8%	3,0%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
		TEA	35,03%	37,72%	40,11%	42,83%	46,44%	48,50%	50,40%	50,85%	50,53%	50,17%

Ese aumento de la expectativa de tipo de cambio no se condice con la desaceleración inflacionaria reciente y eso implicó una caída en las paridades de los bonos CER que han pasado a ofrecer rendimientos reales positivos de más del 5% anual.

Entendemos que, dada la situación actual de la economía argentina, con altos niveles de inflación y controles cambiarios, es probable que, de producirse ajustes en el tipo de cambio nominal, generen un cambio acotado del tipo de cambio real. Esto quiere decir que los niveles de inflación puedan acelerarse rápidamente. Eso implica que los instrumentos CER podrían tener mayor atractivo que el que reflejan hoy sus paridades.

Los factores que llevan a pensar en altos niveles de inflación futura son los desacoples de precios relativos. Hay atrasos significativos en general en todos los servicios, pero en particular en aquellos regulados y sobre todo en los subsidiados. Los salarios también están atrasados y lo que más ha crecido ha sido la cantidad de pesos y el gasto primario. Si estos desequilibrios se combinan con más tipo de cambio, es probable que el salto inflacionario sea significativo. Ese es el motivo por el cual el Poder Ejecutivo ha rechazado sistemáticamente la posibilidad de ajustar el tipo de cambio.

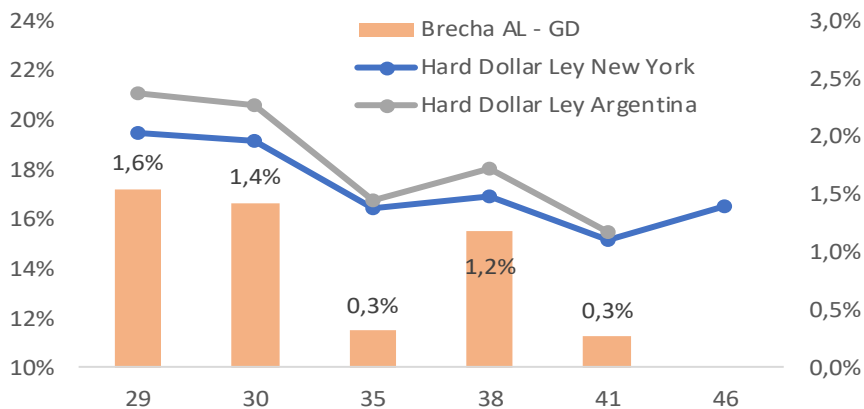
RADIOGRAFÍA DE LA INFLACIÓN

Ritmos Anualizados TOTAL PAIS	II-20	III-20	IV-20	I-21	II-21	ago-21	Acum desde feb-20
PRECIOS MINORISTAS	1,8%	2,5%	3,6%	4,1%	3,5%	2,5%	72,6%
Bienes NO Regulados	2,4%	3,1%	3,9%	4,3%	3,6%	2,8%	84,2%
Servicios NO Regulados	1,3%	1,7%	3,9%	4,6%	3,3%	3,3%	69,4%
Precios Regulados	0,0%	1,1%	2,4%	3,1%	3,6%	2,1%	43,1%
Servicios Subsidiados	-0,3%	1,1%	1,9%	1,2%	2,3%	-0,2%	23,4%
Servicios regulados	0,2%	1,0%	2,7%	4,1%	4,2%	3,1%	53,5%
Salarios	0,2%	2,1%	3,0%	4,2%	2,8%	3,5%	60,4%
Tipo de Cambio	3,3%	2,6%	3,2%	3,3%	1,5%	1,0%	58,5%
Masa Monetaria (M3)	8,6%	7,4%	5,9%	1,6%	0,0%	4,9%	111,8%
Gasto Primario (Suavizado)	6,9%	5,1%	0,6%	0,3%	0,0%	6,1%	91,2%

¿Qué nos dicen las curvas de rendimientos?

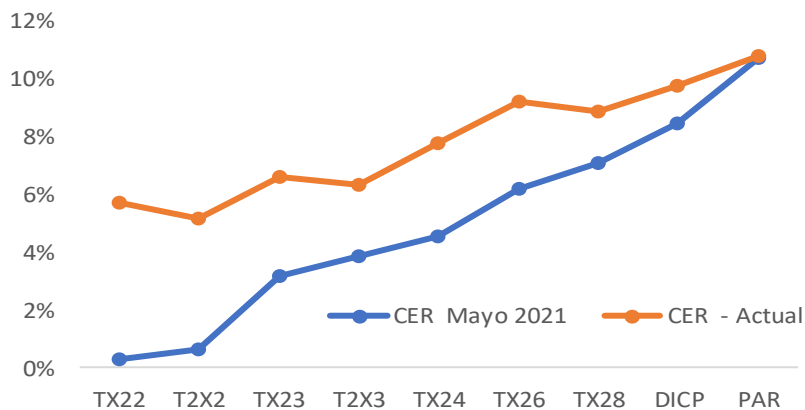
Las curvas de rendimiento han ido acomodándose en las últimas semanas a los cambios de expectativas. En el caso de los Bonos del Tesoro en Dólares (Hard Dollar) hubo una mejoría significativa en las semanas previas a las PASO y en la jornada posterior, pero buena parte de esa mejoría se perdió cuando resultó más claro que las diferencias internas se iban a saldar con mayor expansión fiscal y monetaria. Luego de eso los bonos volvieron a las paridades de Julio y mantienen una clara pendiente negativa.

Rendimiento Deuda Hard Dollar - Actual - Sep-21



Distinto ha sido el caso de la Deuda CER, que producto de una esperada desaceleración transitoria de la inflación y por la búsqueda de cobertura de los inversores ha pasado de rendimientos reales muy bajos en los tramos más cortos a cifras actuales que llegan a Inflación + 6% para un TX22.

CAMBIOS EN LA CURVA CER



La consecuencia de este proceso ha sido una curva más plana, que ofrece rendimientos reales atractivos en los tramos más cortos. El factor que puede darle mayor o menor

atractivo a estos instrumentos es la velocidad con que un eventual ajuste del tipo de cambio se traslada a precios. Ahí consideramos que hay factores estructurales que llevan a esperar escenario se ajuste de precios del orden del 3% mensual o mayores tanto en caso de sostenerse el ritmo de depreciación mensual proyectado por el Presupuesto 2022 (2,1% mensual) como si se cumplen las expectativas del mercado de un ajuste discreto en el primer trimestre de 2022. La inyección de pesos que se está produciendo en la última parte de 2022 es un factor central para conformar esas expectativas.

En el caso de los instrumentos "Dollar Linked" las curvas reflejan lo mismo que analizamos en las tasas implícitas en los futuros de tipo de cambio. Esto implica ritmo estable hasta las elecciones y aceleración posterior con riesgo de ajuste discreto. Esto hace que un bono como el TV22 con vencimiento a fines de abril de 2022 y sin expectativas de nuevas emisiones esté rindiendo en el mercado secundario devaluación -6,5%. Es decir que tiene mucha demanda. Por eso esperamos en las próximas semanas que las licitaciones del Tesoro se vuelquen hacia este tipo de instrumentos, reabriendo TV22 y TV23.

CAMBIOS EN LA CURVA DOLLAR LINKED

