

proficicio

INVESTMENT

Reporte Semanal de Renta Fija

28 oct 2024

Visión de Títulos Públicos por Asset Class



Positiva

Tasa Fija en pesos: Gran suba de +4,16% WTD en USD. Esta semana es la última del blanqueo (la extensión), y si bien no descartamos que se inicie alguna toma de ganancias, el gobierno cada día va ganando mayor margen de maniobra para mantener la estabilidad cambiaria (compras en el MULC por el BCRA + expansión de las prefinanciaciones de exportaciones). En la licitación de esta semana no se incluyeron LECAPs ni BONCAPs, lo que alimenta su demanda en mercado secundario. En ese sentido, para formar posiciones a partir de hoy, nos parece apropiado apuntar a LECAPs cortas, como la S13D4 dada la inversión de la curva. No obstante, con una mayor esperanza de retorno en caso de que se consolide la desinflación, favorecemos posiciones en la S15G5.



Positiva

CER: El rendimiento de los bonos CER esta última fue de 2,57%. A lo largo de la curva se pueden encontrar rendimientos superiores al 12% de TIR. Es decir, rendimientos mensuales superiores del 1% + inflación mensual. Elegimos el TZXM5 con vencimiento en marzo del 2025 (TIR de 10,40%) y el TX26 con TIR de 13,14%. El primero sigue la estrategia de capturar la resistencia de la inercia inflacionaria relativa a la implícita en los precios de mercado (2,67% para octubre, 2,15% para noviembre, 2,56% para diciembre, etc.) en el ajuste del índice que sigue el bono. El TX26 a este nivel de tasa real ofrece un rendimiento superior a inflación + 1% mensual. Hoy parece ganarle al carry vía tasa fija en pesos. Si la desinflación es exitosa, es un trade a vencimiento bloqueando un rendimiento real a una tasa atractiva. Si la desinflación es interrumpida, la opcionalidad del bono lo capitalizaría, proporcionando cobertura ante los senderos que se bifurcan.



Negativa

Dollar-Linked: Fue el asset class con el peor performance semanal con 1,61% de rendimiento. Mientras que el BCRA logre sostener la tendencia compradora en el MULC (consecuencia de los préstamos en dólares a los exportadores) debería sostenerse la pax cambiaria. Los rendimientos aumentaron significativamente a lo largo de la curva, con todos los títulos posicionados por encima del 6% de TIR. De posicionarnos elegimos el TZV25 (TIR de 6,2% y vencimiento en junio del 2025) como método de cobertura ante una posible unificación cambiaria hacia fines del 2024 o 1Q de 2025. Por el riesgo *mark-to-market*, desestimamos el armado de sintéticos (está sólo 2% más "barato").



Muy Positiva

Soberanos HD: Mantuvo el estatus del asset-class de mejor rendimiento, subieron, en promedio, un +4,76% WTD en USD. Mantenemos el view muy positivo dado en esta última semana del Blanqueo en el que los depósitos en USD volvieron a crecer (+679 mln USD desde el reporte anterior) y el ritmo de compras en el MULC por parte del BCRA sigue siendo bastante positivo (+1090 mln USD en lo que va de octubre). A su vez, están avanzando las negociaciones del REPO con el Santander y el JPM. Con un riesgo país en 914 pbs, pasamos a favorecer posiciones en el tramo medio y largo de la curva (vtos. en 2035/38/41) dado que presentan mayor upside en un escenario "sale todo bien".

Agenda Semanal

Lunes 28	Martes 29	Miércoles 30	Jueves 31	Viernes 01
20:30hs Japón: Tasa de desempleo.	08:30hs Brasil: Cuenta corriente y FDI.	07:00hs EU: PBI. 09:30hs EE. UU: Inflación PCE, consumo y PBI. 22:30hs China: PMI.	00:00hs Japón: Decisión tasa de interés. 07:00hs EU: Inflación y desempleo. 09:30hs EE. UU: Reclamos de desempleo. 09:30hs Brasil: Resultado presupuestario.	09:30hs EE. UU: Tasa de desempleo. 16:00hs Argentina: Índice de precios y cantidades del comercio exterior.

Coyuntura Económica

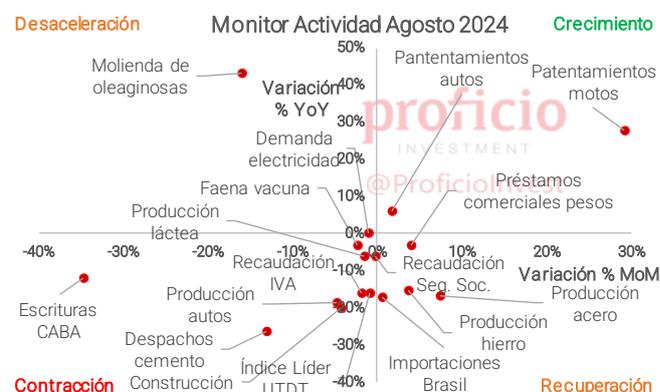
¿Qué ve el Gobierno?

Se sostiene el sendero de resultados fiscales superavitarios custodiado con convicción; para septiembre el resultado financiero fue de \$466.631 millones producto de un superávit primario de \$816.447 millones. Desde enero a septiembre de 2024 la balanza comercial registró un superávit de, aprox., 15.200 mln USD (balanza energética +3.767 mln USD). Para el mes de septiembre la balanza comercial registró un superávit de 981 millones de dólares y un resultado positivo por noveno mes consecutivo. Los depósitos privados en moneda extranjera alcanzaron 31.116 mln USD (al 22/10) con -343 mln USD de retiros estimados desde el 30/09. Según datos oficiales, las reservas brutas cerraron el viernes pasado en 29.162 mln USD (+700 de la semana pasada), donde, las reservas netas siguen siendo negativas (aprox -4.000 mln USD). De todas formas, la dinámica en el MULC sorprende a pesar de la estacionalidad negativa del mes de octubre y de la apreciación real. El saldo final del BCRA en sus intervenciones en el MULC para el mes de septiembre fue +373 millones (agosto +380, julio -181). En el mes de octubre ya lleva comprado +1.160 millones.

El dato de inflación del mes de septiembre fue de 3,5% contra 3,66% que esperaba el mercado. La inflación núcleo fue de 3,3% y la de bienes 3% (con solo 2,3% para alimentos y bebidas). El mercado estima 2,67% para el IPC general de octubre. La inflación mayorista del mes de septiembre fue del 2% y quedó por debajo del IPC general (productos nacionales 2,3%, productos importados -1,4%).

Leves rebotes en los salarios reales (2,3% en mayo, 1,5% para junio, 3,5% julio, 1,5% agosto) y también en indicadores de alta frecuencia de actividad para agosto (EMAE en agosto: -3,8% yoy y +0,2% mom). Señales mixtas en los datos de actividad de septiembre a pesar de aún tener pocos datos. Mes a mes se ven mejoras, pero aún no muy significativas.

El Riesgo País disminuyó 44% desde el máximo de agosto. El Gobierno se ilusiona con que esta tendencia se sostenga con los nuevos flujos hacia activos locales como consecuencia del blanqueo. El ministro Caputo aseguró que el Gobierno no colocará letras en dólares al sector privado para hacer frente a los vencimientos de enero. Se espera anunció de un REPO con bancos privados.

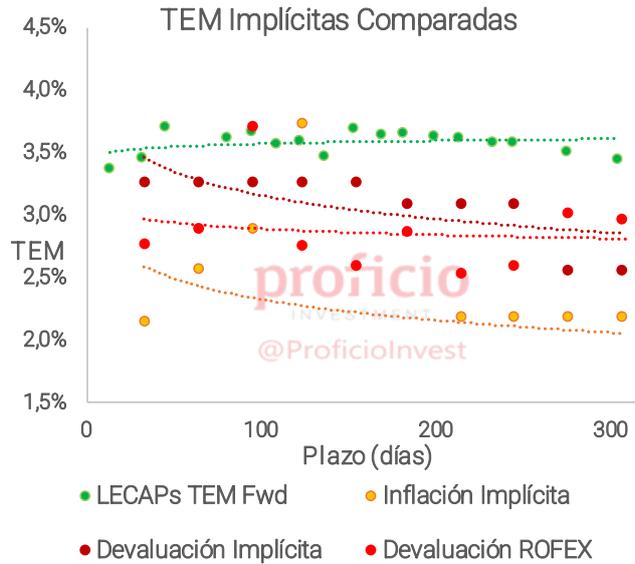


¿Qué ve el Mercado?

La curva de las TEM Fwd de las LECAPs se mantiene como la más elevada y disminuyó en el margen a la zona del 3,5% TEM (vs. 3,6% la semana pasada).

Por otro lado, el mayor desinterés por la curva CER implicó que la inflación implícita pase del 2,6% al 2,3% mensual promedio para el período oct/24-abr/25 (muy por debajo del 3,2% mensual según el REM de septiembre para dicho período).

Mientras tanto, la devaluación implícita se sostuvo en el 3,3% mensual para el 4Q24 y 1Q25, como así también, el 2,7% mensual en los futuros de dólar MtR (REM-sept 2,3%).



Proyecciones

Dólar: Dados los flujos del segundo semestre hacia dólar, más el bajo pass-through proyectado (superávit, recesión, salarios reales deprimidos) la cobertura DL es más cara que la cobertura CER (curva DL rinde promedio 7,3% y CER 11,42%). Esta diferencia se sostiene, pero comprimió bastante esta última semana. Los flujos del Blanqueo fortalecen el peso y así reducen la brecha maximizando la ventana de carry. Más a largo plazo, el rebote de la actividad puede presionar sobre las reservas (junto a los vencimientos de deuda) vía importaciones, lo cual en consecuencia podría presionar sobre los fx financieros. Por el momento, la brecha se ubica en mínimos desde mayo.

Inflación: La inflación implícita en los precios promedian 2,2% mensual entre mayo y octubre 2025. Para octubre 2024 estima 2,67%. Si los próximos datos convalidan las proyecciones del Mercado, la estrategia óptima sería carry vía LECAP: caso contrario, los CER a estos precios podrían resultar en una alternativa atractiva. El último dato de inflación fue mejor que la expectativa implícita en los precios del mercado (3,5% vs 3,66%) y así continúa la ilusión de una desinflación exitosa y duradera. De encontrarse con inercia inflacionaria se abren oportunidades de trade en el corto plazo contra un mercado optimista.

Tasas: El mercado proyecta una tasa real positiva para adelante. Si la desinflación es exitosa como proyecta el Gobierno hay margen para reducir la tasa de interés nominal y así acelerar el rebote de la actividad y el crecimiento económico. Sin embargo, el Gobierno no quiere repetir la experiencia de la última baja de tasas donde repercutió en los FX financieros. Por otro lado, si priorizan la normalización de los precios relativos sobre la desinflación y la salida del CEPO es inminente (escenario menos probable) o si la inercia prueba ser más resistente de lo esperado entonces podría decidirse por una tasa más alta.

through en el ajuste del bono. El mercado asigna mayor probabilidad para la salida del CEPO o hacia inicio del 2025 o después de las elecciones legislativas. b) Las expectativas de que en el corto plazo la inercia inflacionaria sea más resistente que lo esperado por el mercado. Aunque la desinflación sea exitosa en el largo plazo, puede haber oportunidades de ganancia en el corto. Con múltiples títulos a lo largo de la curva con rendimientos hasta superiores al 12%, se puede pensar en CER como en un instrumento de *carry trade* que ofrece 1% de rendimiento mensual + inflación, el cual puede ser superior a la tasa fija en pesos. Si la desinflación perdura en el tiempo, se bloquea un rendimiento real elevado, si no, provee cobertura a tasas muy atractivas.

Estrategia: Elegimos el TZXM5 con vencimiento en marzo del 2025 (TIR de 10,40%) de y el TX26 con TIR de 13,14%. El primero sigue la estrategia de capturar la resistencia de la inercia inflacionaria relativa a la implícita en los precios de mercado. El TX26 es una alternativa que a este nivel de tasa + inflación puede vencer a la tasa fija en pesos como instrumento de *carry* dado los niveles de inflación y de tasa estimados a futuro actualmente. Ambos son instrumentos para capturar el impacto de un eventual shock inflacionario, consecuencia de una unificación cambiaria. El éxito del trade dependerá del timing de la unificación, de la magnitud de la devaluación y del pass through a precios.

Índice Bonos CER en U\$S



Dollar-Linked

La demanda por cobertura frente al dólar es más alta en el segundo semestre debido a que estacionalmente en Argentina el ingreso de divisas se concentra en el primero. Dicha estacionalidad explica las diferencias en los rendimientos entre la curva CER y la curva DL (4% promedio entre las curvas). A pesar de esto, esta última semana los rendimientos DL a lo largo de toda la curva se posicionaron entre 6% y 8%. Además, el balance del BCRA en el MULC fue positivo (acumula +1.160 millones en octubre). Posicionarse en DL será favorable en caso de acertar al timing de la eventual unificación cambiaria. No es una alternativa atractiva de *carry* por el momento (2% mensual del *crawling peg* + aproximadamente un 0,5% mensual). Los precios actuales descuentan ruido cambiario para inicios del 2025 a pesar del rechazo del Gobierno (sin embargo, crece la probabilidad de que la unificación sea una vez finalizadas las elecciones de medio término). Las probabilidades se desconcentran de este escenario base. Para ganar con DL, la devaluación tendría que cubrir todo el costo de oportunidad hasta el momento.

Flujos mensuales FCIs (en miles de millones de AR\$)



Estrategia: En caso de optar por esta posición, preferimos el TZV25 con vencimiento en junio de 2025 y TIR de 6,2%. En el escenario base donde esta devaluación ocurre antes del 1Q25 se captaría este rendimiento en el ajuste del bono. Si bien el sintético parece casi un 4% más barato, preferimos desestimarlo por el riesgo *mark-to-market*.

Soberanos Hard-Dollar

Mantuvo el estatus del asset-class de mejor rendimiento, subieron, en promedio, un +4,76% WTD en USD. Mantenemos el view muy positivo dado en esta última semana del Blanqueo en el que los depósitos en USD volvieron a crecer (+679 mln USD desde el reporte anterior) y el ritmo de compras en el MULC por parte del BCRA sigue siendo bastante positivo (+1.160 mln USD en lo que va de octubre). A su vez, están avanzando las negociaciones del REPO con el Santander y el JPM.

Con la brecha estable, baja y decreciente (18%; 4% con relación al dólar exportador -blend-), y las TEM de las LECAPs casi en línea con la tasa de política monetaria (TPM), estimamos que el Mecon cuenta con margen para arriesgar.

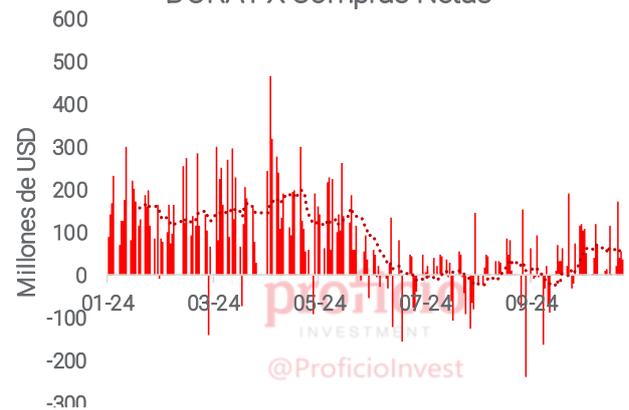
Hoy la pata débil del gobierno serían las Reservas Netas (hoy negativas) y, para incrementarlas, una posibilidad sería la eliminación del Blend. La interpretación sería una sobreoferta en el CCL, y, el objetivo, maximizar la acumulación de reservas por parte del BCRA. Sin dejar de intervenir en dicho mercado para garantizar la estabilidad cambiaria y la continuidad de la desinflación.

Por otro lado, en el año siguiente están las elecciones de medio término, en el que podrían optar por políticas que influyan sobre el nivel de actividad, aunque sin descuidar las Reservas Netas. La decisión: disminuir tanto la TPM como el ritmo del crawling peg. La experiencia del 14 de mayo (última baja de la TPM) dejó la enseñanza de que el BCRA necesita mantener atractivo el *carry trade* para sostener el ritmo de compras en el MULC (y la estabilidad cambiaria en los financieros; y, por ende, los avances en la estabilidad monetaria) a la par que adopta políticas monetarias expansivas.

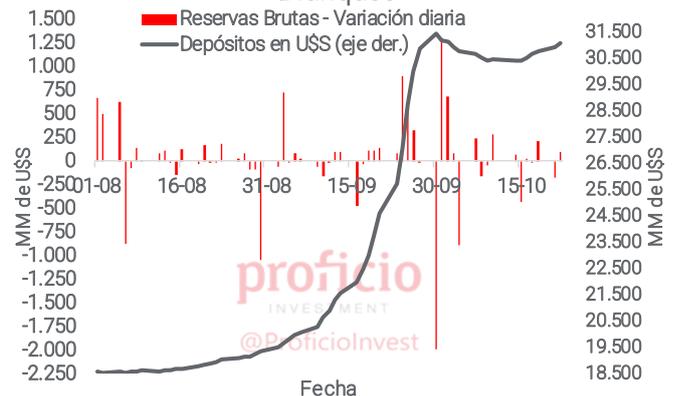
Índice Bonos Dollar-Linked en U\$S



BCRA FX Compras Netas



Blanqueo

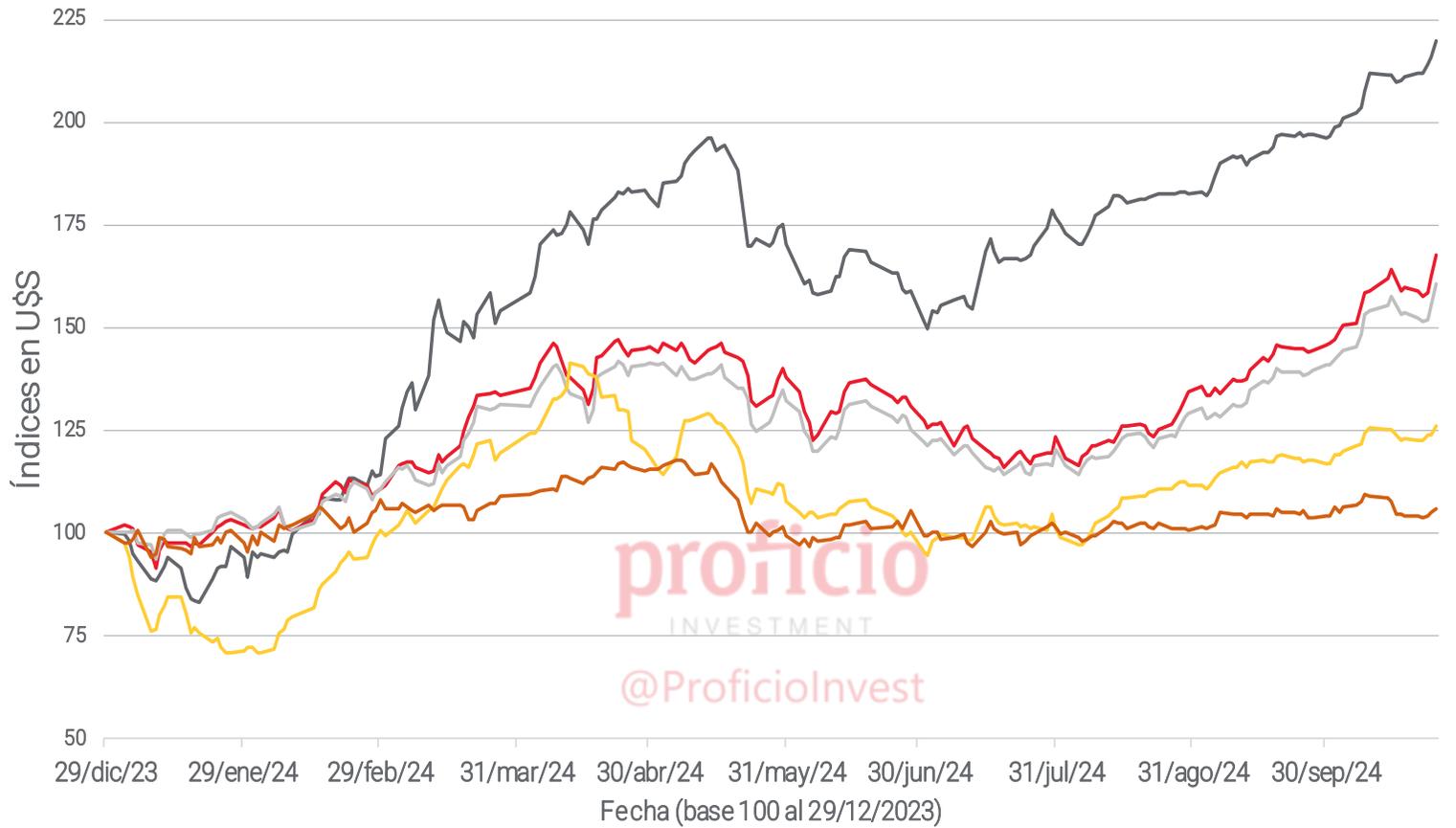


Estrategia: Favorecemos formar posiciones en el tramo medio y largo de la curva (vtos. 2035, 2038 y 2041) en el sentido de que ya nos estamos acercando a niveles de riesgo país promedio históricos (700-800 pbs) y, aunque se normalice la curva, requieren menores variaciones en la TIR para superar en rendimiento a los cortos. A la vez que, en un escenario en el que “sale todo bien”, ya se tendrían posiciones en los bonos de mayor upside.

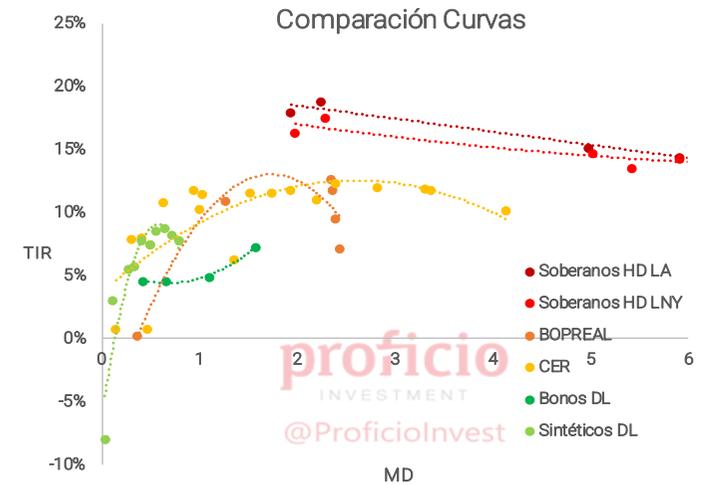
Ley Local		Exit Yield											TIR Actual
Bono	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%		
AL29D	17,56%	15,13%	12,79%	10,53%	8,36%	6,26%	4,24%	2,29%	0,41%	-1,40%	-3,16%	16,29%	
AL30D	21,49%	18,50%	15,64%	12,90%	10,27%	7,75%	5,34%	3,02%	0,79%	-1,35%	-3,40%	16,42%	
AL35D	39,93%	31,47%	23,67%	16,48%	9,84%	3,71%	-1,97%	-7,24%	-12,11%	-16,64%	-20,85%	13,66%	
AE38D	38,39%	30,92%	24,04%	17,69%	11,82%	6,39%	1,35%	-3,33%	-7,67%	-11,72%	-15,49%	14,30%	
AL41D	42,47%	33,09%	24,59%	16,87%	9,84%	3,42%	-2,44%	-7,81%	-12,74%	-17,28%	-21,46%	13,59%	

Ley NY		Exit Yield											TIR Actual
Bono	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%		
GD29D	13,50%	11,15%	8,89%	6,71%	4,61%	2,59%	0,64%	-1,24%	-3,06%	-4,81%	-6,51%	14,39%	
GD30D	18,24%	15,33%	12,56%	9,90%	7,35%	4,90%	2,56%	0,31%	-1,85%	-3,93%	-5,92%	15,14%	
GD35D	39,78%	31,34%	23,56%	16,38%	9,76%	3,63%	-2,04%	-7,29%	-12,16%	-16,68%	-20,88%	13,63%	
GD38D	35,36%	28,05%	21,33%	15,11%	9,37%	4,06%	-0,87%	-5,44%	-9,69%	-13,65%	-17,34%	13,84%	
GD41D	41,94%	32,60%	24,13%	16,44%	9,43%	3,04%	-2,80%	-8,16%	-13,07%	-17,59%	-21,75%	13,53%	
GD46D	33,48%	25,14%	17,67%	10,97%	4,94%	-0,51%	-5,46%	-9,95%	-14,05%	-17,80%	-21,24%	12,92%	

Evolución de los distintos Asset Class al CCL



Variación % (Índices al CCL)					
Período de tiempo	Soberanos Hard-Dollar Ley Arg	Soberanos Hard-Dollar Ley NY	Bonos CER	Bonos Dollar-Linked	Letras y Bonos a Tasa Fija
WTD	4,91%	4,61%	2,57%	1,61%	4,16%
MTD	15,20%	14,01%	8,01%	1,64%	12,07%
YTD	67,82%	60,52%	26,02%	5,82%	119,74%



Disclaimer

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Proficio Investment S.A. No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de Proficio. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que Proficio no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. Proficio, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo.

Proficio Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación – Propio registrado bajo la matrícula n° 115, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 97, en ambos casos de la CNV. Además, Proficio es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 20, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 375, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 059, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 521.