

proficicio

INVESTMENT

Reporte Semanal de Renta Fija

04 nov 2024

Visión de Títulos Públicos por Asset Class



Neutral

Tasa Fija en pesos: Con una suba de +1,86% WTD en USD, modificamos nuestro view a Neutral (desde Positivo) luego de la última baja de la tasa de política monetaria (TPM) desde 40% a 35% TNA en el que toda la curva se acomodó en torno a 2,9% TEM. Entendemos que nos ubicamos en un contexto similar al de mediados de mayo, en el que luego de una reducción de la TPM cayó bastante el spread de dicha tasa con relación a crawl+prefinanciación de exportaciones, lo

que dificultó la acumulación de divisas por parte del BCRA aún en meses en los que la estacionalidad en la liquidación de divisas por parte del agro es alta. Creemos que falta la señal de la reducción del ritmo del crawling peg a la zona del 1,5% mensual para estar tranquilos con la estrategia de carry trade. En ese sentido, para formar posiciones a partir de hoy, nos parece apropiado apuntar a LECAPs cortas, como la S13D4/S17E5.



Positiva

CER: La curva CER superó al resto de los instrumentos de renta fija con un rendimiento semanal de 5,17%. De esta forma comprimieron las TIR a lo largo de la curva, la semana previa en promedio rendía 11,42% y al cierre del viernes, 8,13%. Continuamos seleccionando al TZXM5 con vencimiento en marzo del 2025 (TIR de 4,77%) y el TX26 con TIR de 10,13%. El primero sigue la estrategia

de capturar la resistencia de la inercia inflacionaria relativa a la implícita en los precios de mercado (2,39% para octubre, 1,60% para noviembre, 2,46% 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 + 0,7% 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 -0,91% 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. El promedio de las TIR a lo largo de la curva es de 6,89%, lo cual sumado al 2% mensual del crawling peg, no parece ser una

alternativa atractiva de carry. De posicionarnos elegimos el TZV25 (TIR de 8,3% y vencimiento en junio del 2025) como método de cobertura ante una posible unificación cambiaria hacia fines del 2024 o 1Q de 2025. Desestimamos el armado de sintéticos dado que están un 2,5% más caros.



Positiva

Soberanos HD: En promedio, ambas legislaciones subieron un +0,66% WTD en USD. Nuestro view pasa a ser Positivo (desde Muy Positivo) por la finalización del Blanqueo el 8/nov y por las dudas con relación a la dinámica de acumulación de reservas luego de la última baja de la TPM. No descartamos que exista una toma de ganancias en la cual preferimos estar posicionados en el tramo corto de la curva (vtos. en 2029/30) aunque en esta semana todos los ojos estarán

puestos en las elecciones presidenciales en EE.UU. en donde una victoria de Trump podría evocar los recuerdos de presiones republicanas en el FMI para facilitar un mejor trato hacia la Argentina (en este caso los ganadores podrían ser los del tramo medio/largo -vtos. 2035/38/41-).

Agenda Semanal

Lunes 04	Martes 05	Miércoles 06	Jueves 07	Viernes 08
	Elección presidencial EE. UU.	07:00hs EU: PPI septiembre.	00:00hs China: Balanza comercial.	09:00hs Brasil: Inflación.
	10:30hs EE. UU: Balanza comercial.	18:30hs Brasil: Decisión tasa de interés.	09:00hs Reino Unido: Decisión tasa de interés.	22:30hs China: Inflación.
	16:00hs Argentina: Indicadores de condiciones de vida de los hogares (EPH).		10:30hs EE. UU: Reclamos de desempleo.	
			15:00hs EE. UU: Decisión tasa de interés.	
			16:00hs Argentina: IPI Manufacturero y REM de Octubre.	
			16:30hs EE. UU: Powell (FED) conferencia de prensa.	

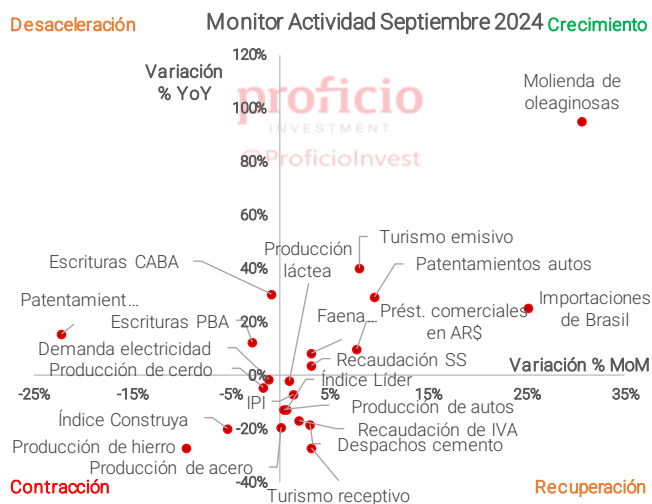
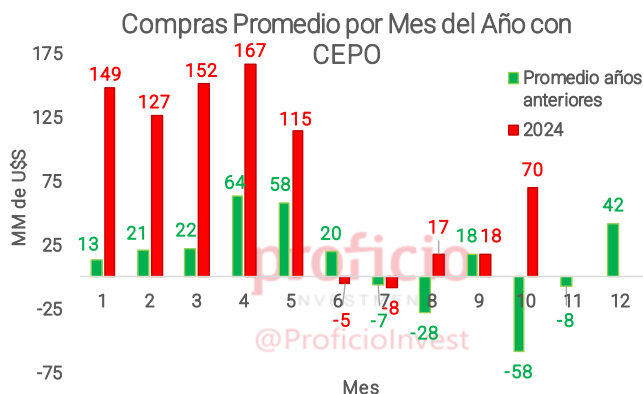
Coyuntura Económica

¿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 33.337 mln USD (al 29/10). Según datos oficiales, las reservas brutas cerraron el viernes pasado en 29.800 mln USD (+500 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 octubre fue de +1530 millones (septiembre +373, agosto +380, julio -181).

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 el mes de septiembre. Mes a mes se ven mejoras, pero aún no tímidas en términos interanuales.

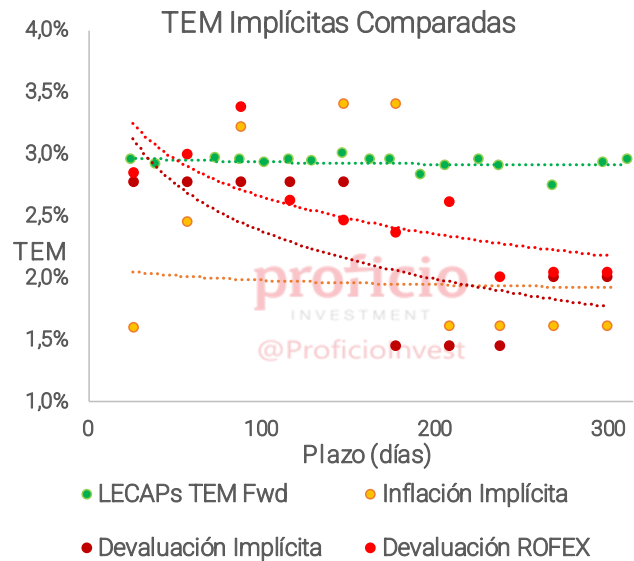


El Riesgo País disminuyó 42% desde el máximo de agosto. El Gobierno se ilusiona con que esta tendencia se sostenga con los nuevos flujos hacia activos locales como consecuencia del blanqueo. Se anunció que se van a comprar los U\$S 2,7b del BCRA para pagar el capital de los vencimientos de enero. Por lo tanto, los vencimientos del principio del 2025 ya estarían cubiertos.

¿Qué ve el Mercado?

Importante descenso en las TEM Fwd de las LECAPs a la zona del 3% desde 3,5% la semana pasada. No obstante, en promedio se mantiene por encima tanto de la inflación como de la devaluación implícita, manteniendo el view de que más pronto que tarde las tasas fijas en pesos serán elevadas en términos reales.

La inflación implícita se mantuvo en 2,3% mensual para el período oct/24-abr/25, con un claro pico en la zona del 2,9% hacia mar-abr/25. Por último, disminuyó la devaluación implícita a 2,8% mensual promedio para el 4Q24 y 1Q25 vs. 3,3% la semana anterior, mostrando, el mercado, mayor confianza en las políticas que va tomando el gobierno. Ahora estaría alineada con la devaluación en los futuros de dólar MtR del 2,9% mensual en dicho período (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 6,89% y CER 8,13%). Esta diferencia 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 cerca del 1,8% 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 aún 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.

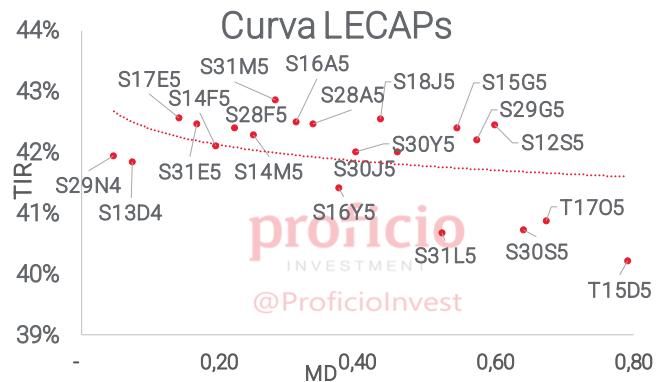
Tasas: El mercado proyecta una tasa real positiva para adelante. Dado los datos alentadores de inflación, el BCRA decidió bajar la tasa de interés de política monetaria del 40% TNA al 35% TNA. Por el

momento, a diferencia de la última experiencia, el fx parece no haber reaccionado significativamente a esta baja.

Tasa Fija

Con una suba de +1,86% WTD en USD, modificamos nuestro view a Neutral (desde Positivo) luego de la última baja de la tasa de política monetaria (TPM) desde 40% a 35% TNA en el que toda la curva se acomodó en torno a 2,9% TEM. Entendemos que nos ubicamos en un contexto similar al de mediados de mayo, en el que luego de una reducción de la TPM cayó bastante el spread de dicha tasa con relación a crawl+prefinanciación de exportaciones, lo que dificultó la acumulación de divisas por parte del BCRA aún en meses en los que la estacionalidad en la liquidación de divisas por parte del agro es alta. Creemos que falta la señal de la reducción del ritmo del crawling peg a la zona del 1,5% mensual para estar tranquilos con la estrategia de carry trade. Por otro lado, teniendo presente la gran revalorización de la curva en pesos a tasa fija, dado que contamos con una curva CER en tasas reales positivas en torno al 8%, nos deja como resultado tasas de inflación implícitas promedio para el 4Q24 en la zona de 2,5% mensual. A priori exigente (justificando nuestra preferencia por la curva CER), salvo que se adopten medidas con relación al ritmo devaluatorio.

Estrategia: En ese sentido, para formar posiciones a partir de hoy, nos parece apropiado apuntar a LECAPs cortas, como la S13D4/S17E5.

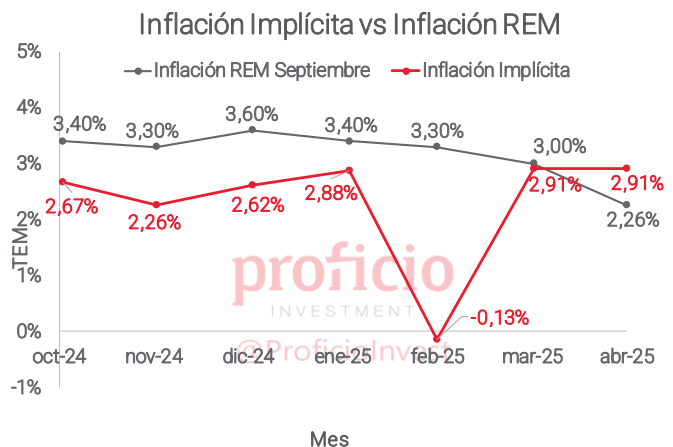


Índice Letras y Bonos a Tasa Fija en U\$S

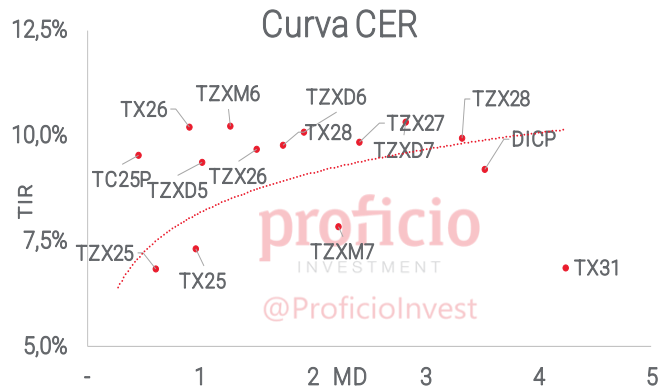


CER

El muy buen dato de inflación de octubre de 3,5% rompió la tendencia de los últimos meses donde el dato de inflación supera a las expectativas del mercado. La inflación núcleo fue de 3,3% (agosto 4,1%, julio 3,8%) la de bienes fue de 3% y la de alimentos solo 2,3%.



Para octubre el mercado estima un optimista 2,67% de inflación mensual. La estrategia CER tiene sentido si: a) las expectativas frente al timing de la unificación cambiaria difiere de las del mercado y así sería posible capturar el pass 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 un rendimiento promedio a lo largo de la curva de 8,13%, se puede pensar en CER como en un instrumento de carry trade que ofrece ~0,7% de rendimiento mensual + inflación, el cual puede ser superior a la tasa fija en pesos (estimaciones privadas de inflación de octubre cerca de 3%). Si la desinflación perdura en el tiempo, se bloquea un rendimiento real elevado, sino, provee cobertura a tasas atractivas.



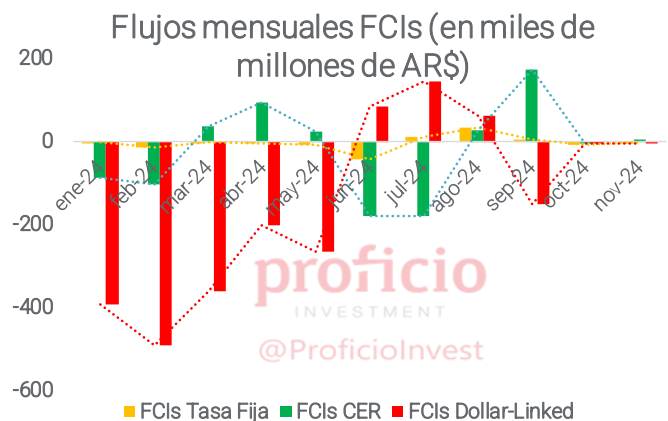
Estrategia: Elegimos el TZXM5 con vencimiento en marzo del 2025 (TIR de 4,77%) y el TX26 con TIR de 10,13%. El primero sigue la estrategia de capturar la resistencia de la inercia inflacionaria relativa a la implícita en los precios de mercado. El TX26 es una alternativa que a este nivel de tasa + inflación 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



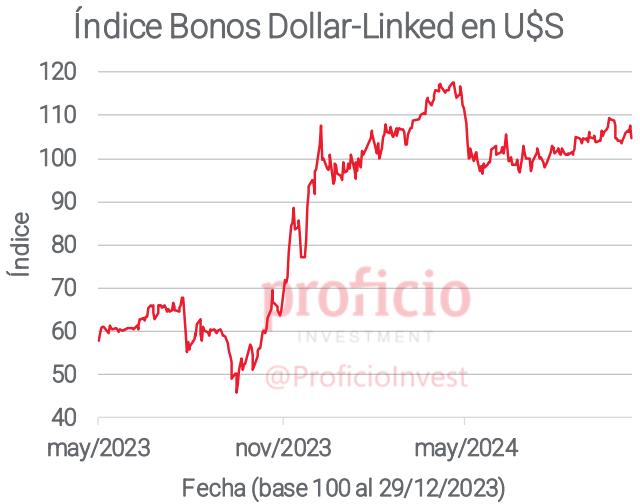
Dollar-Linked

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. El blanqueo rompió con esta tendencia, lo que explica que las diferencias en los rendimientos entre la curva CER y la curva DL sea en promedio solo un 1,2%.



El balance del BCRA en el MULC sigue positivo (acumuló +1.530 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 0,6% mensual) pero de seguir aumentando los rendimientos puede llegar a serlo (otro riesgo posible es que se decida bajar la tasa de cambio del crawl). Los precios actuales descuentan algo de 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.

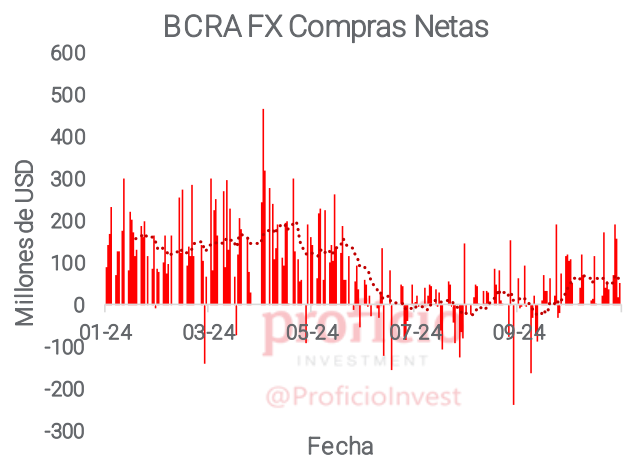
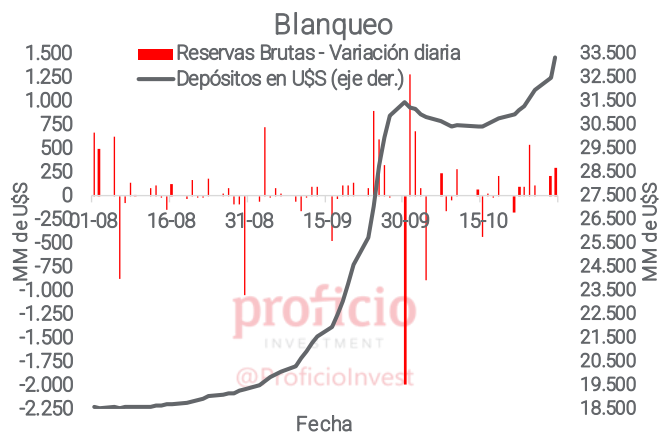
Estrategia: En caso de optar por esta posición, preferimos el TZV25 con vencimiento en junio de 2025 y TIR de 8,3%. En el escenario base donde esta devaluación ocurre antes del 1Q25 se captaría este rendimiento en el ajuste del bono. Desestimamos el armado de sintéticos dado que están un 2,5% más caros.



Soberanos Hard-Dollar

Se terminó la racha de mejor asset-class aunque, en promedio, ambas legislaciones subieron un +0,66% WTD en USD.

Nuestro view pasa a ser Positivo (desde Muy Positivo) por la finalización del Blanqueo el 8/nov y por las dudas con relación a la dinámica de acumulación de reservas luego de la última baja de la TPM. En línea con lo que comentamos en el reporte de la semana anterior ([link](#)), no nos esperábamos un anuncio de una baja de la TPM sin estar acompañada de una disminución del crawling peg equivalente (a la zona de 1,5% mensual) con el fin de sostener los incentivos de los exportadores a liquidar prefinanciaciones. Esto es así por la experiencia de mediados de mayo en la que se redujo la TPM, el BCRA dejó de acumular reservas (aún en meses de elevada liquidación estacional por parte del agro), el CCL subió 35% en 50ds y el riesgo país en casi 3



meses había subido desde 1250 pbs hasta los 1650.

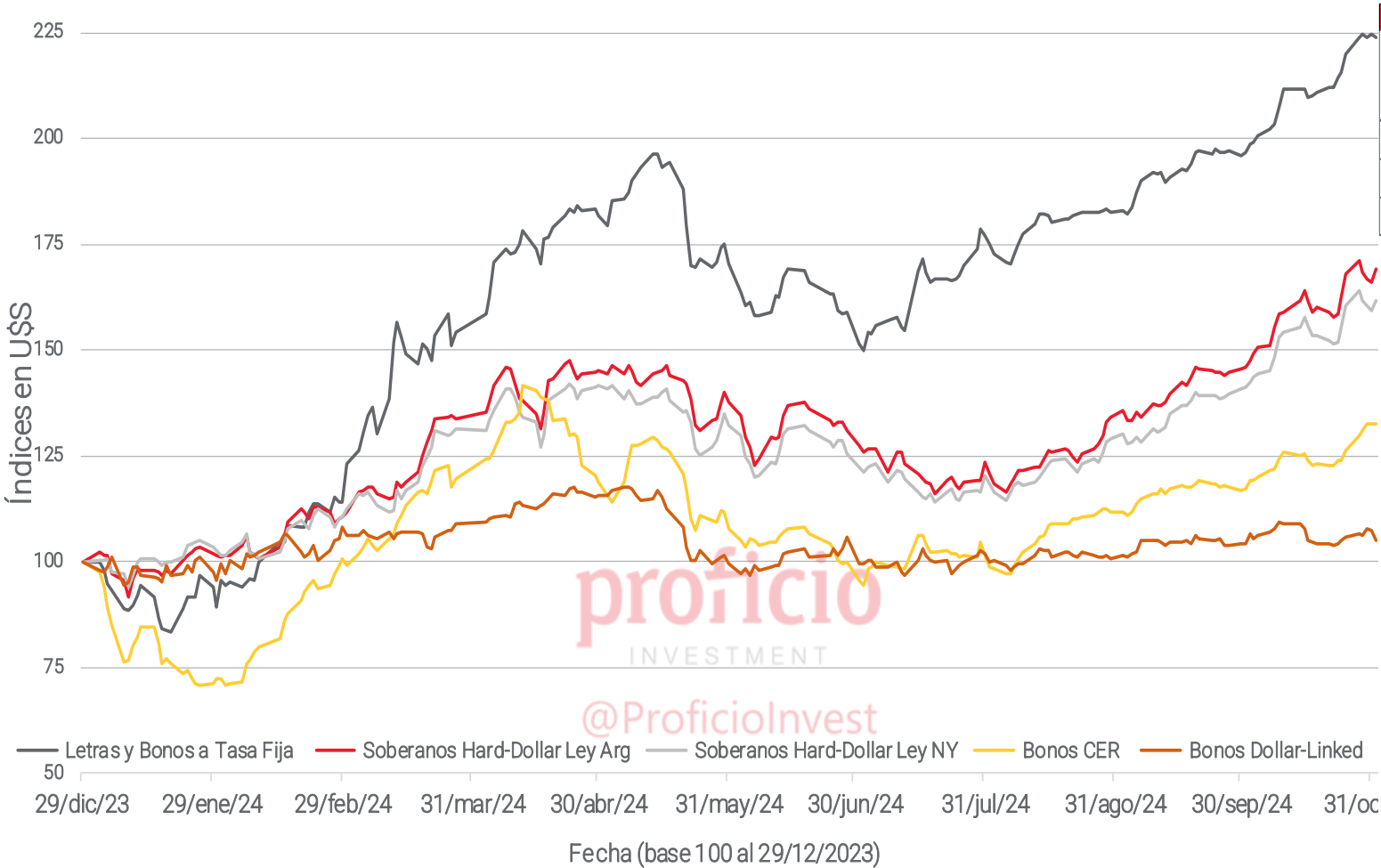
A raíz de lo expuesto, justificamos un view Positivo y no Neutral por dos cuestiones: 1) en esta semana todos los ojos estarán puestos en las elecciones presidenciales en EE.UU. en donde una victoria de Trump podría evocar los recuerdos de presiones republicanas en el FMI para facilitar un mejor trato hacia la Argentina por los años 2018/19; 2) el 22 de diciembre finaliza el Imp. País, con lo cual los importadores tendrían incentivos a postergar sus operaciones de COMEX para fin de año, trayendo alivio a corto plazo a las intervenciones en el MULC por parte del BCRA.

Estrategia: Como escenario base, formar posiciones en el tramo medio y largo de la curva nos parece apropiado (vtos. 2035, 2038 y 2041) dado que "si sale todo bien", son los bonos de mayor upside. Como no descartamos una toma de ganancias a corto plazo, para aquellos perfiles relativamente más conservadores, favorecemos formar posiciones en el tramo corto de la curva (vtos. 2029/30).

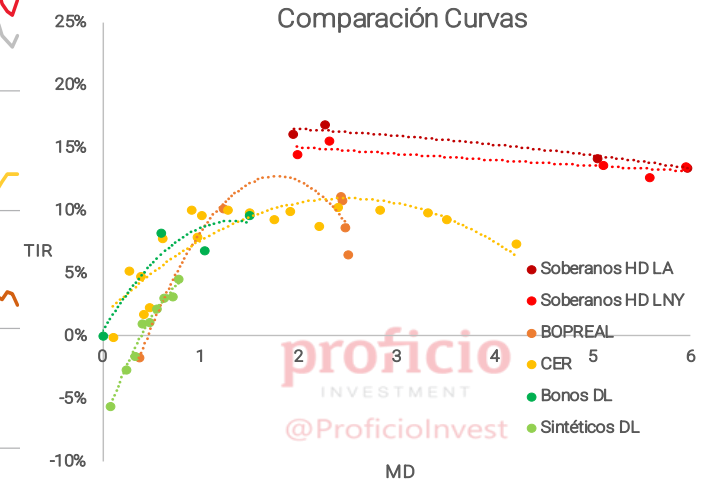
Ley Local		Exit Yield											TIR Actual
Bono	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%		
AL29D	17,10%	14,69%	12,38%	10,15%	8,00%	5,93%	3,93%	2,01%	0,15%	-1,65%	-3,38%	16,15%	
AL30D	22,51%	19,52%	16,65%	13,90%	11,27%	8,75%	6,33%	4,01%	1,78%	-0,37%	-2,43%	16,89%	
AL35D	37,89%	29,58%	21,92%	14,85%	8,32%	2,28%	-3,30%	-8,48%	-13,28%	-17,73%	-21,87%	13,42%	
AE38D	37,52%	30,12%	23,31%	17,01%	11,20%	5,81%	0,82%	-3,81%	-8,12%	-12,14%	-15,88%	14,19%	
AL41D	39,23%	30,09%	21,80%	14,27%	7,41%	1,16%	-4,56%	-9,80%	-14,61%	-19,04%	-23,11%	13,21%	

Ley NY		Exit Yield											TIR Actual
Bono	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%		
GD29D	13,68%	11,35%	9,10%	6,94%	4,85%	2,84%	0,90%	-0,97%	-2,77%	-4,51%	-6,20%	14,54%	
GD30D	19,19%	16,28%	13,50%	10,84%	8,29%	5,84%	3,49%	1,24%	-0,93%	-3,00%	-5,00%	15,57%	
GD35D	38,91%	30,55%	22,84%	15,73%	9,16%	3,08%	-2,54%	-7,75%	-12,58%	-17,07%	-21,23%	13,54%	
GD38D	33,99%	26,78%	20,14%	14,01%	8,34%	3,09%	-1,77%	-6,29%	-10,49%	-14,40%	-18,04%	13,65%	
GD41D	39,18%	30,04%	21,75%	14,23%	7,37%	1,12%	-4,60%	-9,84%	-14,65%	-19,07%	-23,14%	13,21%	
GD46D	31,44%	23,25%	15,92%	9,34%	3,41%	-1,95%	-6,80%	-11,22%	-15,25%	-18,93%	-22,31%	12,64%	

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	0,69%	0,64%	5,17%	-0,91%	1,86%
MTD	1,86%	1,51%	0,15%	-2,21%	-0,33%
YTD	68,97%	61,54%	32,54%	4,86%	123,82%



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.