

proficicio

INVESTMENT

Reporte Semanal de Renta Fija

09 dic 2024

Visión de Títulos Públicos por Asset Class



Positiva

Tasa Fija en pesos: Gracias a la disminución de la TPM del viernes, terminó siendo el asset class de mejor performance, sumando un +4,04% WTD en USD. Mantenemos nuestro view "Positivo" dado que las TEM en general de la curva de LECAPs/BONCAPs no comprimió lo suficiente para reflejar la última baja de la tasa de referencia. En parte es probable que se deba a la licitación del Tesoro Nacional que tendrá lugar esta semana dado que los precios/las TEM de corte suelen tener una prima a favor de los inversores con relación al mercado secundario. La rápida convergencia de los dólares financieros al oficial estimamos que retroalimenta positivamente una estrategia de "carry trade" puesto que mientras más temprano se cierre la brecha, mayor será la acumulación de reservas del BCRA (por la futilidad del dólar Blend). Mientras avance la desinflación, nos sentimos cómodos con el tramo medio-largo de la curva, a partir de la S15G5.



Positiva

CER: Tuvieron un buen desempeño, sumando +3,11% WTD en USD. Mantenemos nuestro view "Positivo" debido a que el miércoles de esta semana tendrá lugar el dato de inflación de noviembre y la implícita en los precios se ubica en el 2,4%, que hace a la cota inferior del rango esperado según las consultoras (entre 2,4% y 3%). También, por dichos del Mecon en el que estiman que la inflación para 2025 ronde el 20%, lo que representaría un aumento en las previsiones con relación al 18,3% indicado en el proyecto de Ley de Presupuesto. Optamos por posiciones en TZXD5 (CER +8,43%; 50 pbs menos que TX26, pero sin riesgo de reinversión).



Negativa

Dollar-Linked: Subió +2,36% WTD en USD gracias al desempeño que tuvo el peso frente al dólar. Mantenemos nuestro view "Negativo" dado que consideramos probable el escenario en el que la inflación logra mantenerse en los niveles de octubre (y, por consiguiente, se reducirá para 2025 el crawl del 2 al 1% mensual). Si fuere menester formar posiciones en esta curva, preferimos el TV25, el más corto, basándonos en "CEPO-for-longer", con la idea de que será el título que menos pierda dentro de la curva (vale aclarar que no nos gusta la curva en su totalidad).



Positiva

Soberanos HD: Encadena otra semana flat WTD, con una leve caída del -0,06% en USD. Mantenemos nuestro view "Positivo" gracias a la rápida convergencia que están teniendo los tipos de cambio financieros hacia el oficial. De lograrse una brecha nula, automáticamente mejorarían las expectativas de disponibilidad de divisas del BCRA para hacer frente a los vencimientos de deuda. Esto se daría porque los exportadores pasarían a liquidar el 100% de las ventas al exterior en el MULC (carecería de sentido el dólar Blend), e implica que unos +16 b USD pasen por el BCRA. Favorecemos el tramo largo de la curva, dado que presenta mayor upside (vtos. 2035/38/41).

Agenda Semanal

Lunes 09	Martes 10	Miércoles 11	Jueves 12	Viernes 13
	00:00hs China: Balanza Comercial (noviembre)	09:00hs Internacional: Informe mensual OPEP	10:15hs U.E.: Decisión de tipos de interés	
	18:30hs EE.UU.: Reservas semanales de crudo (API)	10:30hs EE.UU.: IPC general y subyacente (noviembre)	10:30hs EE. UU: Nuevas peticiones de subsidios por desempleo. IPP (noviembre)	
		12:30hs EE.UU.: Inventarios de crudo (AIE)	16:00hs Argentina: UCII (octubre)	
		16:00hs EE.UU.: Balance presupuestario (noviembre)	18:30hs EE. UU: Balance de la Fed	
		16:00hs Argentina: IPC (noviembre)		
		18:30hs Brasil: Decisión de tipos de interés		

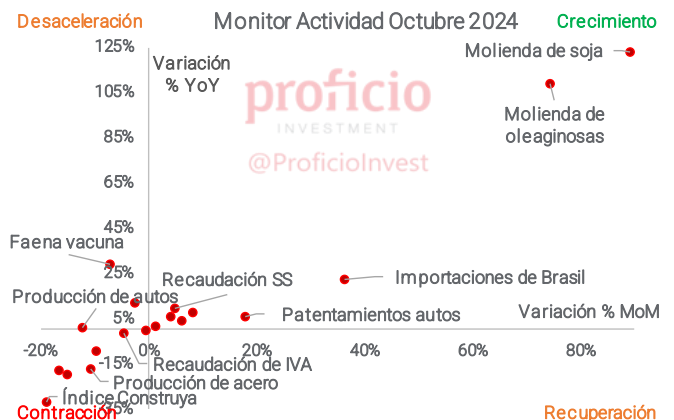
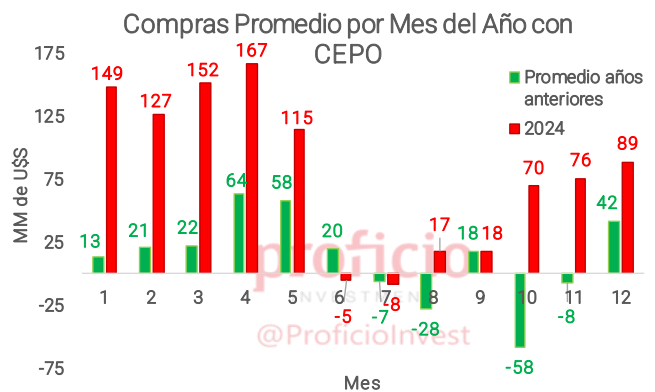
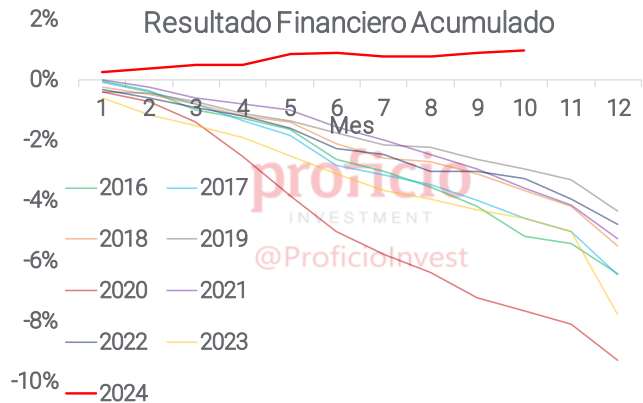
Coyuntura Económica

¿Qué ve el Gobierno?

Se sostiene el sendero de resultados fiscales superavitarios custodiado con convicción; para octubre el resultado financiero fue de \$523.398 mln producto de un superávit primario de \$746.921 mln. Por otro lado, desde enero a octubre de 2024, la balanza comercial registró un superávit de 16.088 mln USD (balanza energética +4.467 mln USD). Para el mes de octubre la balanza comercial registró un superávit de 888 mln USD (+618 mln USD la bza. Energética) y un resultado positivo por décimo mes consecutivo.

Finalizado el blanqueo, comenzó un leve declino para los depósitos privados en moneda extranjera que sumaban 32.583 mln USD al 03/12 (se acumulan retiros por 1.614 mln USD desde la finalización de la etapa 1 del Blanqueo). Según datos oficiales, las reservas brutas cerraron el viernes pasado en 31.535 mln USD (+1.323 desde la semana pasada), donde, las reservas netas siguen siendo negativas (aprox. -3.394 mln USD). Ya entrado el mes de diciembre, donde la estacionalidad juega a favor del peso, comienza a mejorar la dinámica en el MULC. El BCRA en sus intervenciones en el MULC en lo que va de diciembre acumula compras por +445 mln USD (noviembre + 1.440, octubre +1.530).

El dato de inflación del mes de octubre fue de 2,7% contra 2,8% que esperaba el mercado. La inflación núcleo fue de 2,9% y la de bienes 2,1% (con solo 1,2% para alimentos y bebidas). El mercado estima 2,4% para el IPC general de noviembre (dato a publicarse el 11/12). Hoy salió el IPCnov de CABA y se mantuvo en 3,2% aunque con una incidencia de 0,5 p.p. de Transporte (principalmente en taxi) que no sería tan relevante a nivel nacional. La inflación mayorista del mes de octubre fue del 1,2% y quedó nuevamente por debajo del IPC general (productos nacionales 1,3%, productos importados -0,5%). Continuos rebotes en los salarios reales (4% en mayo, 1,5% para junio, 3,3% julio, 1,4% agosto y 1,2% en septiembre) y también en indicadores de alta frecuencia de actividad para el mes de octubre. Mes a mes se ven mejoras, pero aún tímidas en términos interanuales.



El Riesgo País disminuyó 54% desde el máximo de agosto, ubicándose en la zona de 760 pbs. Dados los tipos actuales de la Fed, es probable que el Gobierno tenga intenciones de volver a los mercados internacionales de deuda, o realizar operaciones de *liabilities management*, cuando se aproxime a los 500 pbs. El Tesoro Nacional ya efectivizó la compra al BCRA de los U\$S 2,7b para pagar el capital de los vencimientos de enero. Por lo tanto, los vencimientos de principio del 2025 estarían ya cubiertos (los intereses ya se habían girado al BoNY). Sin embargo, el equipo económico sostiene que sigue en pie una operación de REPO con bancos privados donde toda la atención estará puesta en la tasa a la cual se cerrará. Sería *bullish* una tasa de un dígito en el orden del 8/9%.

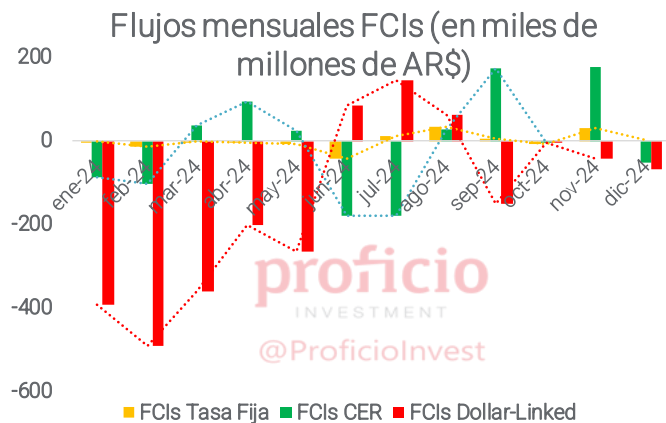
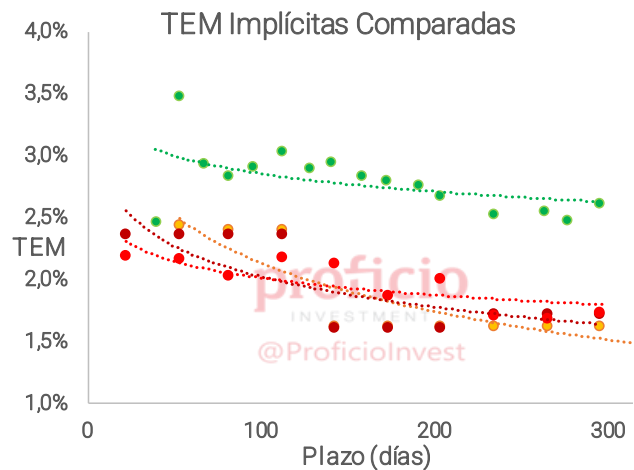
¿Qué ve el Mercado?

A pesar de una disminución de la TPM del 35% al 32,5% se mantuvo la TEM Fwd promedio de las LECAPs en 2,8%. Probablemente se deba a la cercanía de una licitación del Tesoro Nacional en la que éste suele cortar con prima con relación al mercado secundario.

Con relación a la curva CER, la inflación implícita se mantuvo en el 2,3% mensual para el período nov/24-abr/25.

También se mantuvo la devaluación implícita en la curva Dollar-Linked en la zona del 2,4% mensual para el 4Q24 y 1Q25, y la de dólar MTR en 2,1% mensual para dichos trimestres mencionados. Mientras que la prevista en el REM nov24 disminuyó en el margen y se ubicó en el 1,9% mensual para el 1Q25, marcando las primeras estimaciones que implican una disminución del crawling peg.

Para finalizar, iniciado diciembre se observan rescates generalizados tanto en la curva CER como en la Dollar-Linked, acentuados en esta última, manteniéndose flat los flujos netos a FCIs a Tasa Fija en pesos.



Tasa Fija

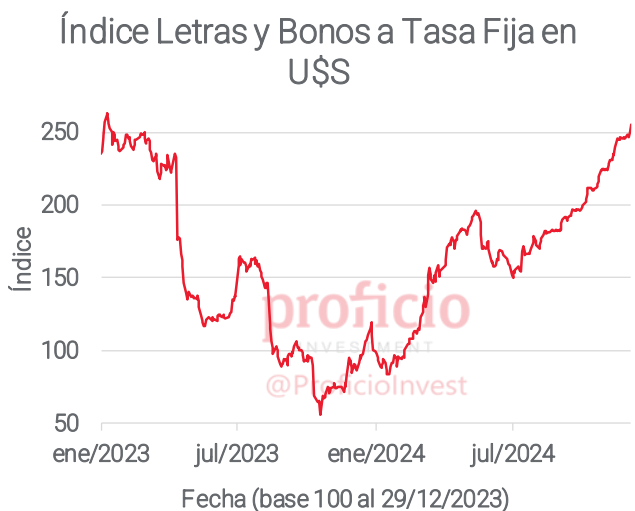
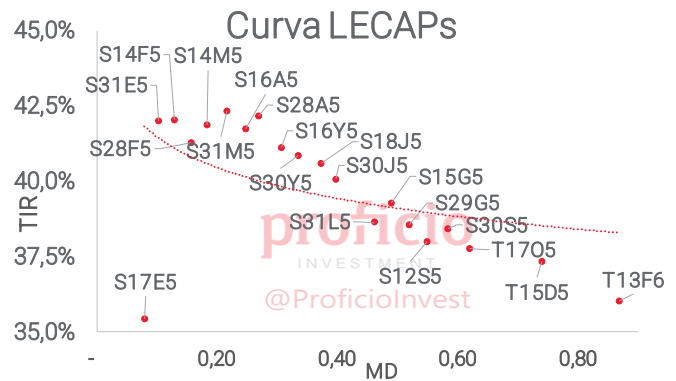
Gracias a la disminución de la TPM del viernes, terminó siendo el asset class de mejor performance, sumando un +4,04% WTD en USD. Mantenemos nuestro view "Positivo" dado que las TEM en general de la curva de LECAPs/BONCAPs no comprimió lo suficiente para reflejar la última baja de la tasa de referencia. Tal es así que mientras la TPM ya se ubica en el 2,6% mensual y p.e., un T13F6 (que por hoy es el BONCAP más largo) cerró el viernes a 2,6% de TEM, igual, a su vez, a la última TEM de corte.

En parte es probable que se deba a la licitación del Tesoro Nacional que tendrá lugar esta semana dado que los precios/las TEM de corte suelen tener una prima a favor de los inversores con relación al mercado secundario. En la última licitación, la prima para instrumentos a tasa fija en pesos estuvo entre 10 y 15 pbs mensuales.

La rápida convergencia de los dólares financieros al oficial estimamos que retroalimenta positivamente una estrategia de "carry trade" puesto que mientras más temprano se cierre la brecha, mayor será la acumulación de reservas del BCRA. Si el 2024 termina con exportaciones por, aprox., USD 80 mil mln, unos USD 16 b no habría podido acumular el BCRA debido a la existencia del dólar Blend. Sin brecha, es probable que el 100% de las exportaciones se liquiden en el MULC.

Para finalizar, con un horizonte de un año, optar por instrumentos a tasa fija en lugar de soberanos HD (tramo largo) será más redituable en el escenario en el que se logra la convergencia desde los dólares financieros hacia el oficial y el riesgo país no baja de la zona de los 400 pbs.

Estrategia: Mientras avance la desinflación, nos sentimos cómodos con el tramo medio-largo de la curva, a partir de la S15G5. En general, toda la curva tiene espacio para comprimir luego de la última baja de la TPM, y si alargamos duration, las revalorizaciones debieran ser mayores.

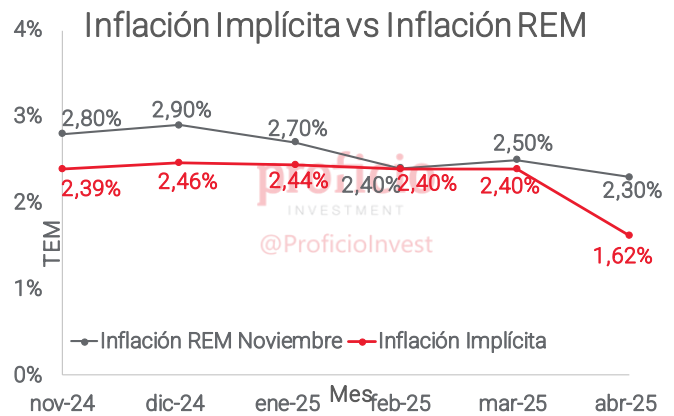
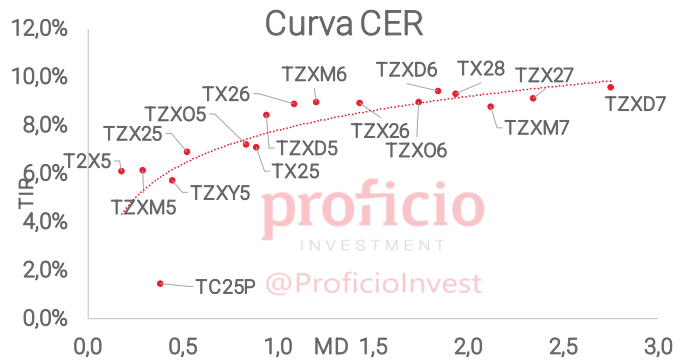


CER

Tuvieron un buen desempeño, sumando +3,11% WTD en USD. Mantenemos nuestro view "Positivo" debido a que el miércoles de esta semana tendrá lugar el dato de inflación de noviembre y la implícita en los precios se ubica en el 2,4%, que hace a la cota inferior del rango esperado según las consultoras (entre 2,4% y 3%; es decir, con un instrumento CER puede que tengamos poco para perder porque ya está descontado el escenario que luce más positivo). También, por dichos del Mecon en el que estiman que la inflación para 2025 ronde el 20%, lo que representaría un aumento en las previsiones con relación al 18,3% indicado en el proyecto de Ley de Presupuesto. Aquí digamos que pagaríamos una pequeña prima por cobertura contra la inflación, dado que la inflación implícita para 2025 se ubica en el 23,5%.

Para finalizar, si los comparamos con los soberanos HD (tramo largo), en un horizonte a 12 meses, ganan "los CER" en el escenario de convergencia de los dólares financieros al oficial y el riesgo país no alcanza la zona de 400 pbs.

Estrategia: Optamos por posiciones en TZXD5 a CER +8,43% que, si bien rinde 50 pbs menos que TX26, no cuenta con riesgo de reinversión (TX26 devuelve en forma semestral hasta su vencimiento el 20% del capital, habiendo ya devuelto una cuota el 2dic).



Índice Bonos CER en US\$



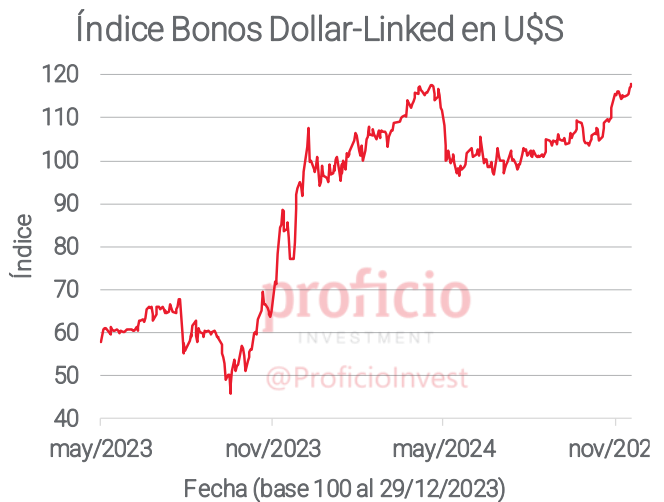
Dollar-Linked

Subió +2,36% WTD en USD gracias al desempeño que tuvo el peso frente al dólar.

Mantenemos nuestro view "Negativo" dado que consideramos probable el escenario en el que la inflación logra mantenerse en los niveles de octubre (y, por consiguiente, se reducirá para 2025 el crawl del 2 al 1% mensual).

Seguimos insistiendo en que la curva, hoy con una TIR promedio de +8,5%, se encuentra en niveles caros comparados con el costo de oportunidad de invertir en los otros asset class. En el escenario "sale todo bien" en donde se logra la convergencia de los dólares financieros al oficial, para que un Dollar-Linked no rinda menos que un bono CER o un BONCAP (tasa fija en pesos), la TIR debiera estar, hoy, cerca del 20%.

Estrategia: Si fuere menester formar posiciones en esta curva, preferimos el TV25, el más corto, basándonos en "CEPO-for-longer", con la idea de que será el título que menos pierda dentro de la curva (vale aclarar que no nos gusta este asset class en su totalidad).



Soberanos Hard-Dollar

Encadena otra semana flat WTD, con una leve caída del -0,06% en USD.

Mantenemos nuestro view "Positivo" gracias a la rápida convergencia que están teniendo los tipos de cambio financieros hacia el oficial. De lograrse una brecha nula, automáticamente mejorarían las expectativas de disponibilidad de divisas del BCRA para hacer frente a los futuros vencimientos de deuda. Esto se daría porque los exportadores pasarían a liquidar el 100% de las ventas al exterior en el MULC (carecería de sentido el dólar Blend). Todo lo cual implica que, si las exportaciones de 2025 al menos se sostienen en los niveles de 2024, unos +16 b USD adicionales pasarían por el mercado oficial de cambios y puedan ayudar al engrosamiento de las reservas internacionales.

Para finalizar, con un horizonte de un año y en un escenario en el que los tipos de cambio financieros convergen al oficial, el tramo largo de esta curva rendirá similar que la CER o la de Tasa Fija si el riesgo país desciende hasta los 400 pbs.

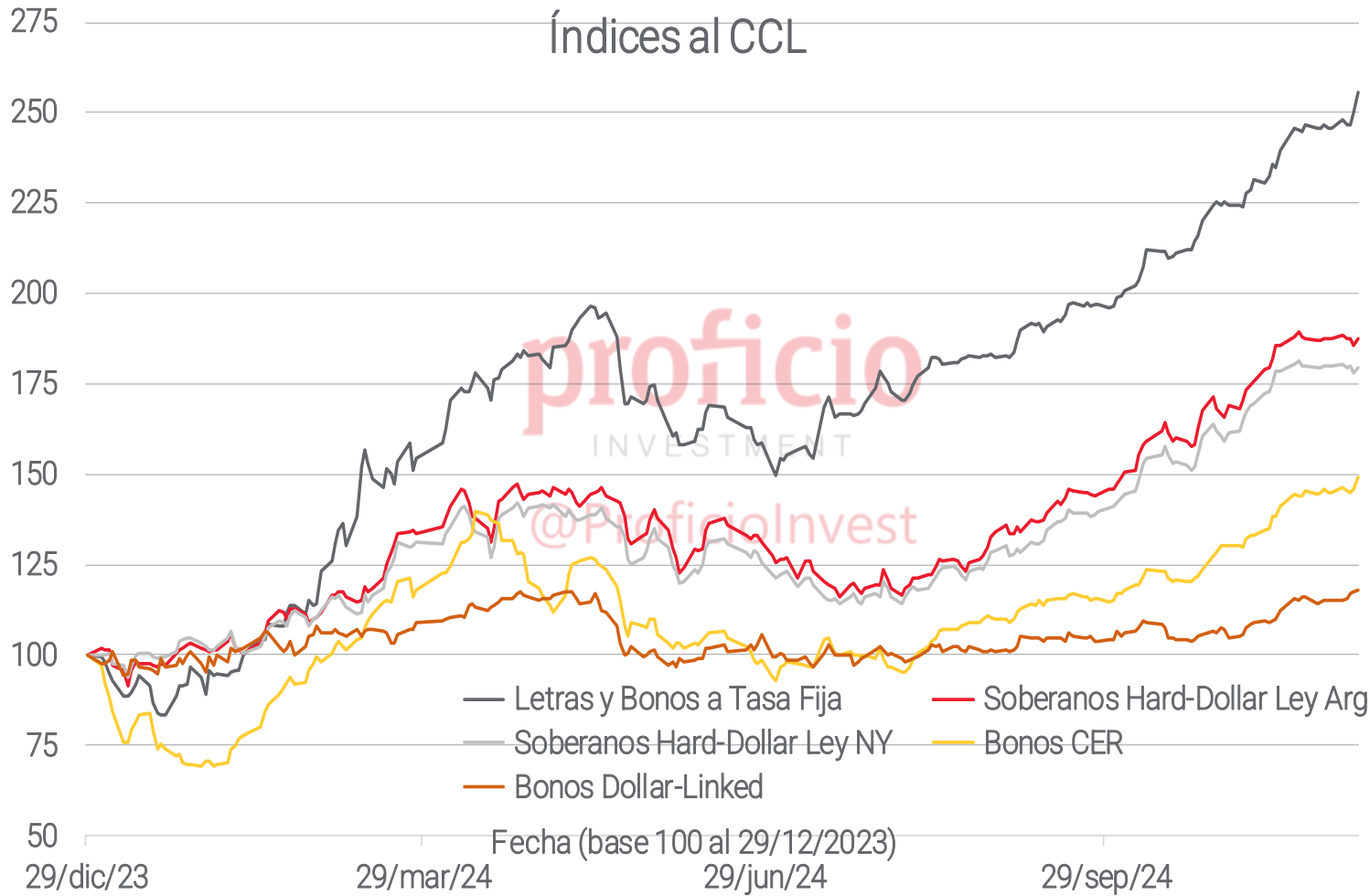


Estrategia: Como escenario base, formar posiciones en el tramo medio y largo de la curva nos parece apropiado (vtos. 2035, 2038 y 2041) dado que "si sale todo bien", son los bonos de mayor upside.

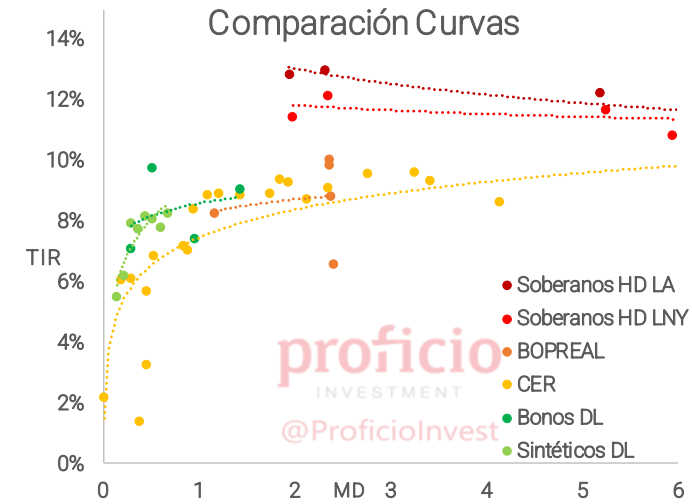
Ley Local		Exit Yield								TIR Actual
Bono	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%		
AL29D	9,74%	7,58%	5,51%	3,51%	1,58%	-0,28%	-2,08%	-3,81%	12,88%	
AL30D	12,16%	9,52%	6,99%	4,56%	2,24%	0,01%	-2,13%	-4,19%	13,03%	
AL35D	24,08%	16,71%	9,91%	3,63%	-2,18%	-7,54%	-12,52%	-17,13%	11,63%	
AE38D	24,71%	18,11%	12,03%	6,40%	1,20%	-3,61%	-8,08%	-12,23%	12,26%	
AL41D	23,69%	15,68%	8,40%	1,79%	-4,23%	-9,73%	-14,76%	-19,37%	11,30%	

Ley NY		Exit Yield								TIR Actual
Bono	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%		
GD29D	6,89%	4,79%	2,77%	0,82%	-1,06%	-2,87%	-4,62%	-6,31%	11,46%	
GD30D	10,15%	7,56%	5,08%	2,70%	0,43%	-1,76%	-3,86%	-5,87%	12,19%	
GD35D	23,76%	16,41%	9,64%	3,38%	-2,41%	-7,76%	-12,72%	-17,31%	11,57%	
GD38D	21,56%	15,13%	9,20%	3,72%	-1,35%	-6,05%	-10,40%	-14,45%	11,74%	
GD41D	24,09%	16,05%	8,75%	2,12%	-3,92%	-9,44%	-14,49%	-19,11%	11,35%	
GD46D	18,90%	11,59%	5,04%	-0,83%	-6,12%	-10,91%	-15,25%	-19,19%	10,86%	

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	-0,07%	-0,06%	3,11%	2,36%	4,04%
MTD	-0,07%	-0,06%	3,11%	2,36%	4,04%
YTD	87,54%	79,66%	49,21%	17,78%	155,61%



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.