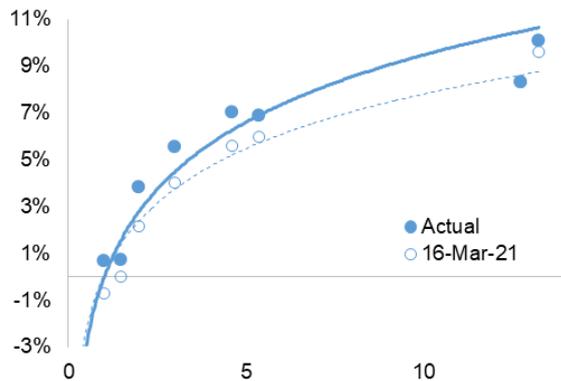


MONITOR SEMANAL

Expectativa de apreciación real implícita en los bonos

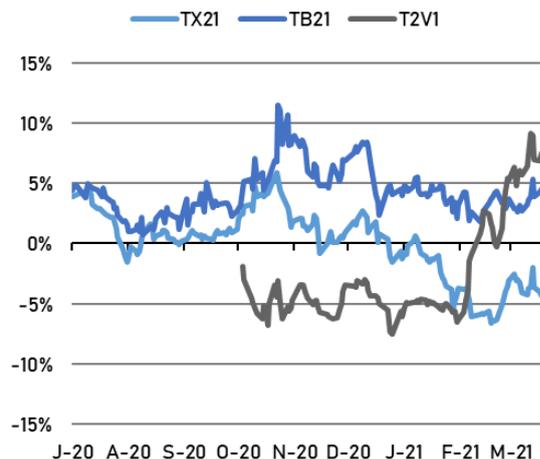
Una seguidilla de eventos, incluyendo cierta confusión por la potencial reponderación de la canasta del Índice de Precios al Consumidor medido por el INDEC, generaron alteraciones en la curva de rendimientos de los bonos ajustables por CER, luego de importantes subas de precio desde principios de años. Los rendimientos de la curva ajustable por CER tuvieron un incremento de 100pbs en promedio desde el 16-marzo a hoy, con mayor incidencia en el tramo medio de la curva.

Curva de rendimientos de títulos CER al 16-mar y 25-mar



Últimamente observamos, también un cambio de expectativas sobre inflación, devaluación y tasas de interés que se reflejaron en cambios de precios relativos de los títulos que los representan.

Tasa de Rendimiento bonos soberanos en pesos (ajustables por CER-TX21- y BADLAR –TB21-) y dólar linked – T2V1



Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Lucas Longo
ANALISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO

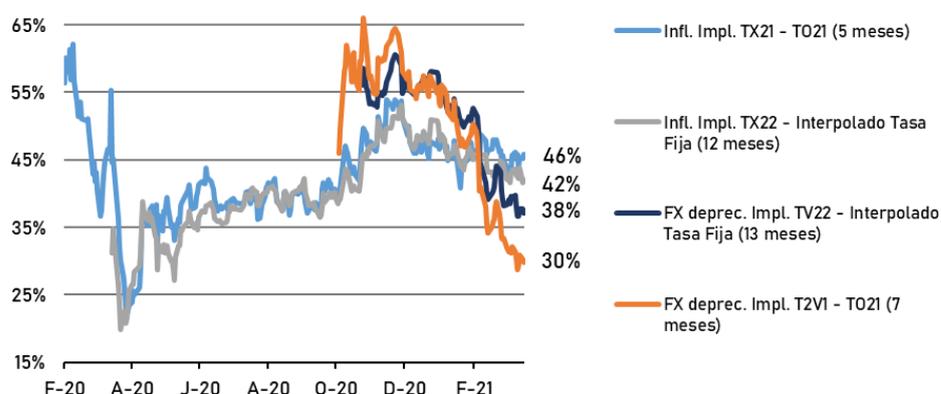


MONITOR SEMANAL

Como se observa en el gráfico, la depreciación del tipo de cambio implícita en las curvas de títulos de corto plazo pasó a ser menor que la inflación implícita a fines de enero. Este diferencial se relaciona con el cambio en la expectativa del mercado, que comenzó a incorporar la posibilidad de que el Gobierno pueda ajustar el tipo de cambio por debajo de inflación durante los próximos meses. Esta expectativa se apoya en que los controles cambiarios junto con la mejora de los precios internacionales de los commodities permite al Gobierno comprar reservas en el mercado. Estas compras, aunque en parte sean utilizadas para intervenir en los mercados CCL y MEP, y los DEGs que se recibirán del FMI otorga aire para afrontar los vencimientos con el Club de Paris y el FMI.

Inflación y depreciación implícitas en las curvas de bonos ajustables por CER y dólar linked vs. tasa fija en ARS

Tasas anuales entre 5 meses y 13 meses



Actualmente la inflación anual implícita a 5 y 12 meses en los bonos ajustables por CER es del 46% y 42% respectivamente, mientras que, la devaluación anual implícita del tipo de cambio oficial a 7 meses es del 30% y a 13 meses cercana al 40%. Los títulos descuentan un mayor ajuste nominal en el tipo de cambio el próximo año. Este efecto también parece estar incorporado en la curva con pendiente negativa de los bonos dólar linked.

Para poder decidir en la posición de activos en pesos, debemos evaluar los supuestos detrás de las curvas de rendimientos. En ese sentido, la inflación implícita, pareciera estar alineada con las expectativas de mercado relevadas por en el REM (Feb-21) en torno a 45% anual para los próximos 5 y 12 meses.

MONITOR SEMANAL

En lo que respecta a la devaluación implícita del tipo de cambio oficial, tiene sentido suponer que la tasa anualizada para los próximos 6 meses sea menor que la de los próximos 12 meses debido a que el gobierno está utilizando el tipo de cambio como ancla para reducir la tasa de inflación al menos hasta las elecciones. Cuando se lo compara con el REM de febrero, la tasa anualizada entre Mar-Ago del 2021 es del 37%, mientras que la tasa para los próximos 12 meses es del 41%.

Tasas anualizadas de depreciación implícita y esperada del tipo de cambio oficial e inflación a 6 y 12 meses

	6 meses	12 meses
Inflación		
Implícita en títulos	46%	42%
REM *	46%	45%
Devaluación tipo de cambio oficial		
Implícita en títulos	30%	38%
REM *	37%	41%

* Feb-2021

Si se considera que la relativamente baja depreciación de corto plazo no es sostenible, o que la apreciación real del peso será en realidad de menor magnitud que la que las curvas de rendimientos suponen, entonces la mejor opción es tomar posición en activos dólar-linked. Si, en cambio, se supone que la apreciación real del peso pueda ser incluso mayor, o que la tasa de depreciación será menor, entonces la preferencia debería inclinarse hacia los bonos ajustados por CER.

Teniendo en cuenta los movimientos recientes, aun considerando que el REM de marzo probablemente arroje una expectativa de desaceleración en el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial para el corto plazo, los títulos dólar linked parecieran haber quedado baratos en términos relativos a los ajustables por CER y a la tasa fija en ARS. Por otro lado, de la comparación de estos dos últimos, surge que la inflación descontada se ajusta a las expectativas, por lo tanto asumiendo que cualquier desvío es hacia mayor inflación, las posiciones en ajustables por CER son preferibles a las de tasa fija.