

## 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:

### ¿Cuál es la magnitud real del problema inflacionario en Estados Unidos?

Al conocerse la inflación de septiembre en Estados Unidos, el mercado reaccionó negativamente considerando que el dato había sido más elevado de lo esperado. Si bien esto es cierto, no debemos perder el foco de la evolución de los precios y entender que la dinámica decreciente se sigue manteniendo. Si comparamos la evolución trimestral anualizada tanto del IPC como de la inflación neta de energía y comestibles, vemos que el ritmo es claramente decreciente y se empieza a alinear con los objetivos de largo plazo de la Reserva Federal. Esto implica que el proceso inflacionario por ahora sigue luciendo como transitorio. Esto es relevante, en especial en una economía que no tiene memoria inflacionaria y donde los ajustes por inflación no son habituales.

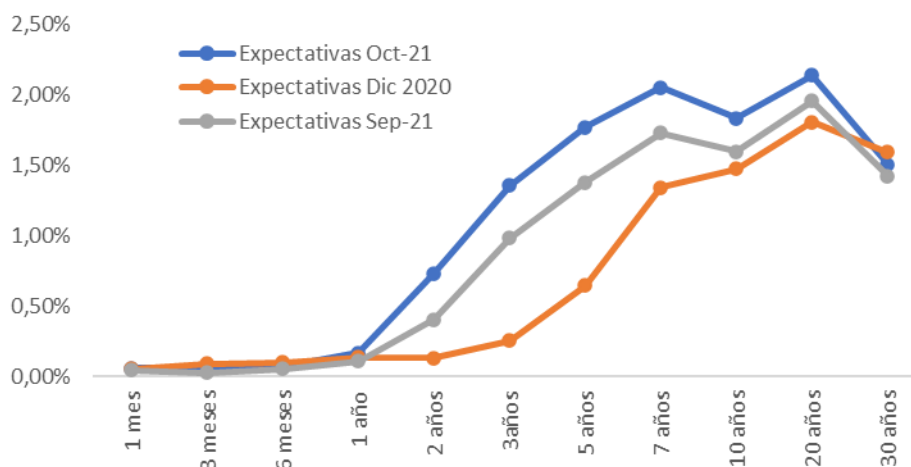
#### RADIOGRAFÍA DE LA INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

Variación Porcentual		I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21
Precios Minoristas	Mensual	0,1%	0,0%	0,3%	0,0%	0,6%	0,9%	0,3%
	Anual	2,1%	0,4%	1,2%	1,2%	1,9%	4,8%	5,3%
	3m Anualizado	1,8%	-0,5%	3,9%	0,3%	<b>6,9%</b>	<b>10,7%</b>	<b>3,9%</b>
Núcleo Sin Energía ni Alimentos	Mensual	0,3%	-0,1%	0,3%	0,0%	0,3%	0,8%	0,2%
	Anual	2,2%	1,3%	1,7%	1,6%	1,4%	3,7%	4,1%
	3m Anualizado	3,6%	-1,5%	4,2%	0,3%	<b>3,7%</b>	<b>9,9%</b>	<b>2,4%</b>

Las claves para la decisión de la Reserva Federal de dar inicio al “Tapering” (recorte al programa de recompra de activos que hoy todavía es de USD 120.000 millones mensuales) o la esperada suba de la tasa de interés tendrán en cuenta estas características de la inflación, pero también la solvencia del mercado laboral y el crecimiento económico.

En la medida que nos vamos acercando a 2023, las curvas de rendimiento de los bonos del Tesoro trasladan esa aproximación y empiezan a reflejar valores más altos en los tramos cortos.

### ¿Cuándo suben las Tasas de Interés?



### Brasil: La debilidad del Real genera presión adicional sobre el Peso

En las últimas semanas el real se ha depreciado. En lo que va del año perdió 7,5% con respecto al dólar, aunque 5 de esos 7,5 puntos se produjeron en las últimas 5 semanas. Hasta ese momento venía relativamente estable con respecto al dólar y con niveles de inflación que se habían acelerado hasta el 10 % anual. Ese comportamiento funcionaba como un amortiguador que ayuda a sostener la competitividad real de la economía argentina con respecto a su principal socio comercial.

La debilidad reciente de la moneda brasilera hace desaparecer ese filtro que ayudaba a sostener la competitividad del peso.

Relevamiento Banco Central Do Brasil	Expectativas Sep-21			Expectativas Oct-21		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Inflación Minorista	8,45	4,12	3,25	8,96	4,40	3,27
Tipo de Cambio (R\$/USD)	5,20	5,24	5,10	5,45	5,45	5,20
Tasa Selic	8,25	8,50	6,75	8,75	9,50	7,00
PBI Real	5,04	1,57	2,20	4,97	1,40	2,00
Resultado Primario	-1,50	-1,00	-0,55	-1,20	-1,00	-0,60

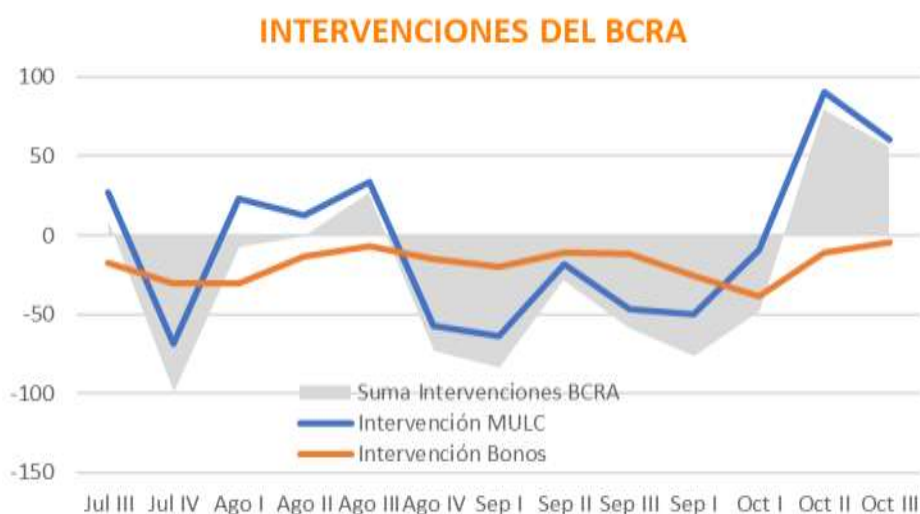
Esto se produce a pesar de una reacción del Banco central de Brasil (BCB) que ha sido más rápida que en otros mercados. Subió fuertemente la tasa de política monetaria buscando contener la inflación, pero ayudando también a generar flujos positivos que mantengan estable el tipo de cambio.

La visión de largo plazo de los referentes de mercado en Brasil es optimista, con inflación descendiendo a niveles dentro de la meta ya para 2022 y Tasa Selic que podría empezar a bajar en 2023.

## Argentina: BCRA Y CNV reaccionaron a las presiones cambiarias

En las últimas semanas de septiembre y en los primeros días de octubre, el BCRA se encontraba perdiendo reservas de manera sostenida por la necesidad de intervenir en el mercado cambiario oficial y en el mercado de bonos para contener la brecha. Llegó a promediar ventas de casi USD 75 millones diarios entre ambos mercados. Ese ritmo era insostenible y derivó en un reajuste normativo. Se limitaron los pagos anticipados de importaciones y se sumaron restricciones a la operatoria con bonos.

El resultado fue positivo en términos de reservas, porque el BCRA volvió a acumular reservas netas. El problema de estos ajustes es que son difíciles de sostener en el tiempo, porque las restricciones a las importaciones limitan la oferta de bienes (efecto inflacionario) y perjudican al nivel de actividad. De todas maneras, en el corto plazo cumplirán su objetivo de garantizar la estabilidad hasta después del proceso electoral, y posiblemente se requiera su prórroga hasta que se logre un acuerdo con el FMI.

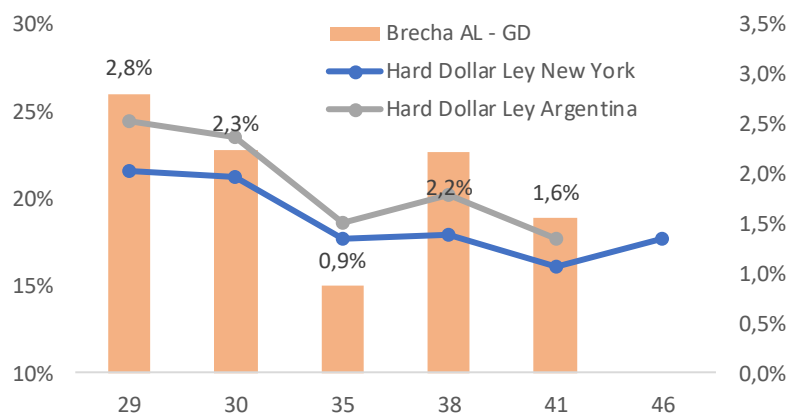


Mientras tanto, el ritmo de inflación se aceleró luego de haber alcanzado un piso del 2,5% mensual en agosto. Esta aceleración impactó en las curvas de rendimientos, afectando tanto a los instrumentos CER como a los de tasa fija. Los escenarios para 2022 empiezan a asimilarse y todos contienen niveles de inflación que se sostienen altos.

## ¿Qué nos dicen las curvas de rendimientos?

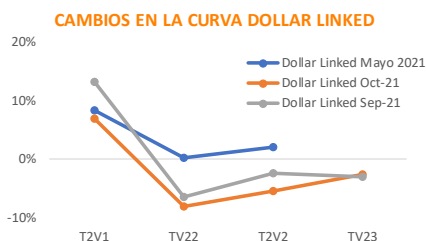
Las curvas de rendimiento han ido acomodándose en las últimas semanas a los cambios de expectativas. En el caso de los Bonos del Tesoro en Dólares (Hard Dollar) hubo una mejoría significativa en las semanas previas a las PASO y un fuerte deterioro posterior. Los niveles actuales muestran paridades en los mínimos históricos de estos instrumentos y un diferencial de rendimiento entre legislaciones que luce particularmente alto en los tramos más cortos.

### Rendimiento Deuda Hard Dollar - Actual - Oct-21



Estos niveles de paridad incorporan en la valuación posibles escenarios de stress / reestructuración, por lo tanto, en cualquier escenario positivo, donde se logre un acuerdo con el FMI o cambien las expectativas a futuro, el margen de mejoría es alto.

A pesar de ello, el foco del mercado sigue estando puesto en la toma de coberturas. En principal flujo en el mercado de FCI de los últimos 30 días estuvo canalizado hacia los instrumentos Dollar Linked. El posicionamiento del BCRA como contraparte de las operaciones de dólar futuro ha permitido ir armando sintéticos que combinan instrumentos CER con Cobertura Rofex y de esta manera complementar las posiciones dollar inked.



Fecha	TCN 3500	Concepto	Fecha de Contrato								
			oct-21	nov-21	dic-21	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22
26/10/2021	99,49	Precio	99,67	103,1	107,96	114,46	119,51	125,35	130,7	136,2	141,05
		Tasa Directa	0,2%	3,6%	8,5%	15,0%	20,1%	26,0%	31,4%	36,9%	41,8%
		Tasa Mensual Imp	1,1%	3,4%	4,7%	6,0%	4,4%	4,9%	4,3%	4,2%	3,6%
		TEA	14,1%	45,0%	57,1%	69,5%	70,8%	71,7%	70,8%	69,6%	67,5%
	36,05	Indice CER	36,3	37,4	38,8	40,4	42,9	45,1	46,9	48,8	50,6
		Tasa Directa	0,6%	3,8%	7,6%	11,9%	19,1%	25,0%	30,0%	35,2%	40,4%
		Tasa Mensual Imp	3,5%	3,2%	3,7%	4,0%	6,4%	5,0%	4,0%	4,0%	3,8%
		TEA	49,9%	47,2%	50,1%	52,8%	66,5%	68,6%	67,4%	66,1%	65,0%

Justamente, los instrumentos cortos CER recobraron protagonismo de la mano de la aceleración inflacionaria de septiembre y de las coberturas vía sintéticos. El tramo corto

bajó su rendimiento sobre inflación en promedio en 1,5 puntos en las últimas dos semanas. Esta tendencia podría seguir, porque el mercado todavía tiene incertidumbre sobre el sendero cambiario que se pueda producir en 2022, pero hay más consenso sobre el ritmo inflacionario que se espera.

### CAMBIOS EN LA CURVA CER

