

## FUNDAMENTOS Y VALUACIONES

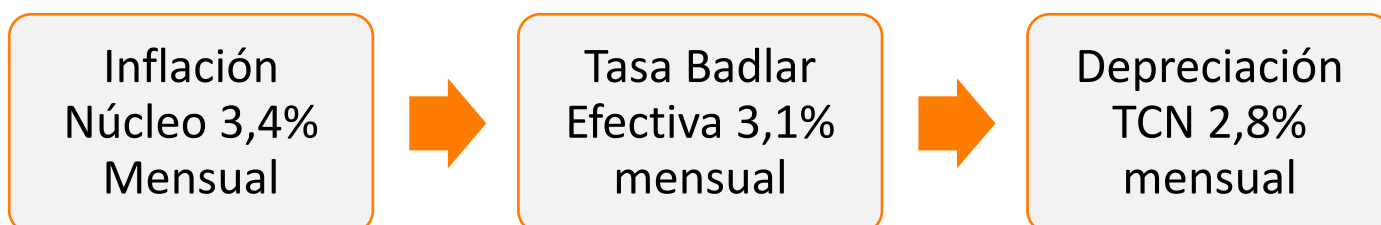
Los siguientes gráficos y cuadros explican los factores detrás de las recomendaciones que se han expuesto en las líneas anteriores. Se destacan aquellas variables que consideramos importantes para entender la tendencia del mercado:

### Argentina: Escenarios y Riesgos

Desde el BCRA han planteado la necesidad de lograr tasas reales positivas y encontrar un sendero de depreciación que mantenga el nivel de tipo de cambio real.

Parten del supuesto que, a pesar de haber perdido casi 20 puntos de competitividad cambiaria en 2021, dado el nivel de superávit comercial es suficiente con no seguir perdiendo TCR. Eso impone la necesidad de lograr un equilibrio: el ritmo de depreciación tiene que equipararse con la inflación local menos la inflación internacional.

Si la inflación se mantuviera en el nivel de 3,4% que mostró el IPC Núcleo en los últimos 6 meses, dado que la inflación internacional es del 0,6% mensual, se necesita un ritmo de depreciación del 2,8% mensual. La tasa de interés compatible con este esquema necesita ser al menos superior al ritmo de depreciación. Lo ideal es que sea positiva en términos reales, pero ahí aparece la restricción del costo de esterilización. La tasa actual de 3,1% es compatible con estos niveles planteados.



El problema se plantea si la inflación, tal como sucedió en diciembre, se mantiene en niveles superiores al 3,4% anunciado. Por ejemplo, con el 3,8% de diciembre, el ritmo de depreciación necesario es de 3,2% y en ese caso se hace necesario una suba de la tasa de interés.

Por lo tanto, el escenario oficial donde se mantiene el ritmo de "Crawling Peg" actual o levemente superior corre el riesgo de ser insuficiente. En esos casos aparecen dos alternativas.

- Que se implemente un salto discreto inicial del tipo de cambio, que sirve para recuperar el tipo de cambio real perdido y permita luego llevar ritmos más bajos de depreciación.
- Que se mantenga esta dinámica a pesar de seguir perdiendo TCR. En ese caso el riesgo es que pasada la liquidación de la cosecha se intensifiquen las presiones cambiarias y se produzca ahí un salto cambiario.

Como vemos, el escenario oficial tiene dos riesgos claros en el corto plazo. A eso hay que sumar dos factores adicionales. Por un lado, la dependencia que se ha generado de los precios agrícolas. Hoy la economía depende de la generación de divisas del sector agropecuario y por lo tanto del rendimiento de la producción y de los precios. En ambos casos pueden estar influenciados por factores climáticos.

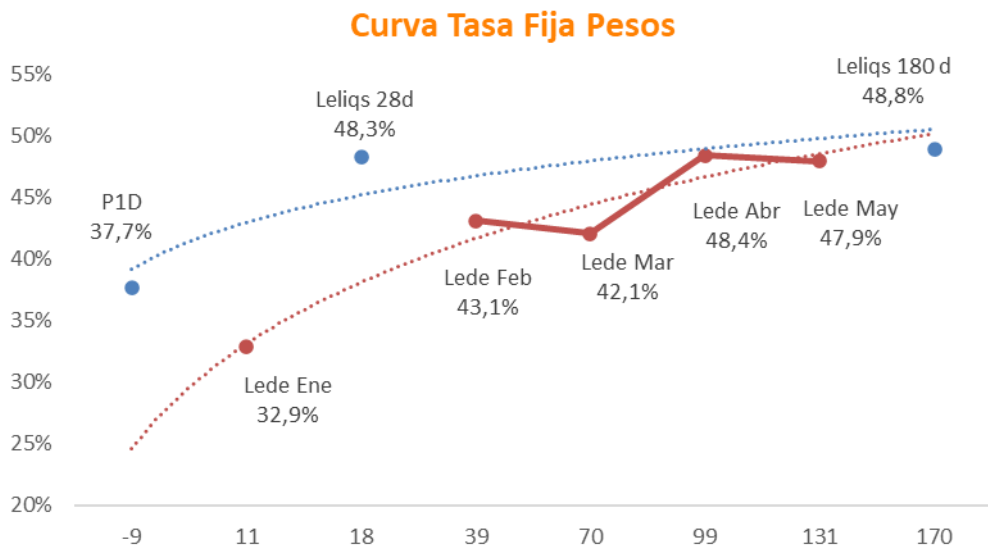
El segundo riesgo que aparece es que no se logre un acuerdo con el FMI. Eso implicaría que Argentina se mantendría sin acceso al mercado de capitales en el corto plazo. Si eso sucediera las expectativas de pago de la deuda en moneda extranjera bajaría significativamente.

De esta manera quedan planteados en el corto plazo 4 escenarios diferentes:

<b>Escenario Oficial</b>	<b>Salto discreto I-22</b>	<b>Escenario de Stress</b>	<b>Sin Acuerdo con FMI</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Busca el equilibrio entre inflación, tasa de interés y tipo de cambio.</li><li>• Tiene vulnerabilidades en el bajo nivel de reservas y en la dificultad para bajar la inflación.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Un ajuste del TCN antes de ingresar en un acuerdo con el FMI ayudaría a licuar ciertos pasivos y a bajar la nominalidad post acuerdo.</li><li>• El riesgo está dado por el impacto social de ese salto y por el elevado pass through con el que opera la economía local.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Si fracasa el crawling peg o el salto discreto es insuficiente, el ajuste cambiario podría producirse recién en el tercer trimestre.</li><li>• Es un escenario que asume que se avanza en la dirección buscada por el gobierno, pero no resulta suficiente para anclar expectativas o bajar la brecha.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Si no avanzan las negociaciones y no se logra un acuerdo, el escenario podría plantear varios desafíos.</li><li>• Se podría esperar deterioro de las paridades y aumento de brecha, en especial porque al BCRA se le haría muy difícil equilibrar el mercado cambiario sin un ancla en las expectativas.</li></ul>

## ¿Qué nos dicen las curvas de rendimientos?

La nueva curva de deuda en pesos muestra que todavía los rendimientos ofrecidos por el BCRA, solamente accesibles para entidades financieras, están claramente por arriba de los instrumentos del Tesoro. Esto a pesar de un fuerte reacomodamiento que se ha dado en las últimas jornadas. La eventual necesidad de nuevas subas de tasas si el ritmo inflacionario no cede lleva a pensar en una curva que se mantiene empinada.



Si bien han subido las tasas de interés, por ahora no lucen suficientes para equiparar al ritmo inflacionario. Algo similar sucede con el tipo de cambio oficial y los instrumentos dollar linked. Excepto en los escenarios donde se proyecta un salto discreto del tipo de cambio, los instrumentos CER e inclusive aquellos que devengan una tasa fija rinden por arriba del ajuste por tipo de cambio.

TCN	Inflación	Dollar Linked			CER			Ritmos Prom	
		TV22	T2V2	TV23	TX22	T2X2	TX23	TCN	IPC
Crawling	Crawling	35,3%	34,9%	38,6%	51,2%	50,1%	48,7%	2,92%	3,32%
Shock	Shock	170,6%	65,0%	57,1%	75,0%	66,2%	55,1%	3,88%	3,60%
Stress	Stress	25,7%	70,8%	58,0%	42,8%	49,7%	60,0%	3,92%	3,81%
<b>Ponderado</b>	<b>PP</b>	<b>76,0%</b>	<b>62,6%</b>	<b>55,2%</b>	<b>52,8%</b>	<b>57,2%</b>	<b>56,9%</b>	<b>3,78%</b>	<b>3,78%</b>
Equilibrio	EQ	57,9%	59,5%	56,1%	57,8%	59,5%	56,1%	3,80%	3,62%

Base & EQ	17/01/2022	30/04/21 al	30/11/22 al	El escenario EQ responde al ritmo de depreciación necesario para igualar el rendimiento entre los instrumentos DDL / CER de cada bucket de tiempo. Los ritmos están calculados entre la fecha actual y los vencimientos de capital
	al 30/4/2022	30/11/2022	28/4/2023	
Ritmos de Devaluación	4,2%	4,4%	3,3%	
TCN vto DDL	119,8	162,4	191,4	
Ritmos de Inflación	3,5%	3,9%	3,0%	