

Trade idea: *barbell* en curva CER (X18A2/TX22 + DICP)

El dato de inflación que se conoció ayer superó las expectativas del consenso de mercado, pero vino en línea con nuestra proyección y nuestro pronóstico de 50% para todo el año. Para un análisis más detallado de nuestra visión recomendamos leer el informe semanal que publicamos el día de hoy (“La insoportable gravedad del CER”).

Además de confirmar nuestra visión sobre el proceso inflacionario, el dato de ayer tiene claras consecuencias de inversión: reafirma nuestra preferencia por la curva CER, en especial en la parte corta (X18A2 y TX22) y en la parte más larga (DICP).

Ponemos la lupa en la parte corta: Comprar Lecer Abril y TX22 vs Lecer Feb; sintético T2V1 + Rofex

Decidimos actualizar el ejercicio de curva nominal, donde llevamos a todos los bonos a un terreno comparable de tasas nominales efectivas anuales con nuestros senderos esperados de inflación, tipo de cambio y tasas de interés (ver páginas 3 y 4 para mayor detalle sobre nuestros pronósticos macro).

Con estos senderos, el atractivo de los instrumentos CER por sobre el resto del universo de renta fija más cortos es evidente. Como se puede ver en el gráfico 1 de la próxima página, los bonos TC21 y TX21 que vencen en poco más de dos meses le ganan por varios puntos a los bonos a tasa variable (TB21), las letras a tasa fija (S30L1, S31G1, S30S1 y S29O1), a las Lepases (SJ301, SL301, SG311, SS301 y SO291) y a los bonos a tasa fija (TO21). Yendo hacia 2022 preferimos las Lecer abril (X18A2) y el TX22 (en ese orden) vs la Lecer febrero (X28F2), dado que en nuestro escenario tienen muchas más chances de captar el pass-through de una devaluación en el verano.

Los bonos dólar-link merecen un párrafo aparte, ya que el T2V1 descubierto no tiene ninguna razón de ser en un escenario donde el tipo de cambio nominal avanza a un ritmo efectivo anual de 25%, mientras que el TV22 luce atractivo gracias a nuestro supuesto del salto de 20% en enero de 2022. De todos modos, el atractivo relativo del TV22 no luce demasiado superior al de las Lecer febrero (las marzo son menos líquidas), teniendo en cuenta que la apreciación real pre y post salto cambiario (casi 8% y 4%, respectivamente) prácticamente compensa la devaluación. Si a esto le sumamos el hecho de que el carry del TV22 es muy poco atractivo en el corto plazo (el tipo de cambio oficial corrió a un ritmo de 15% en las últimas ruedas), y que la compresión de rendimientos recién podría llegar en el invierno, no creemos que sea la oportunidad de favorecerlo por sobre las letras CER 2022 (aunque sí lo preferimos vs el T2V1 descubierto).

El sintético de T2V1 sigue siendo la mejor alternativa del mundo pesos, con un rendimiento efectivo anual de caso el 58% nominal. De todos modos, tener en cuenta que en nuestro calculo asumimos que se vende contrato de noviembre, que no tiene demasiada liquidez y, por lo tanto, ir renovándolo mes a mes con contratos más cortos tiene un riesgo adicional.

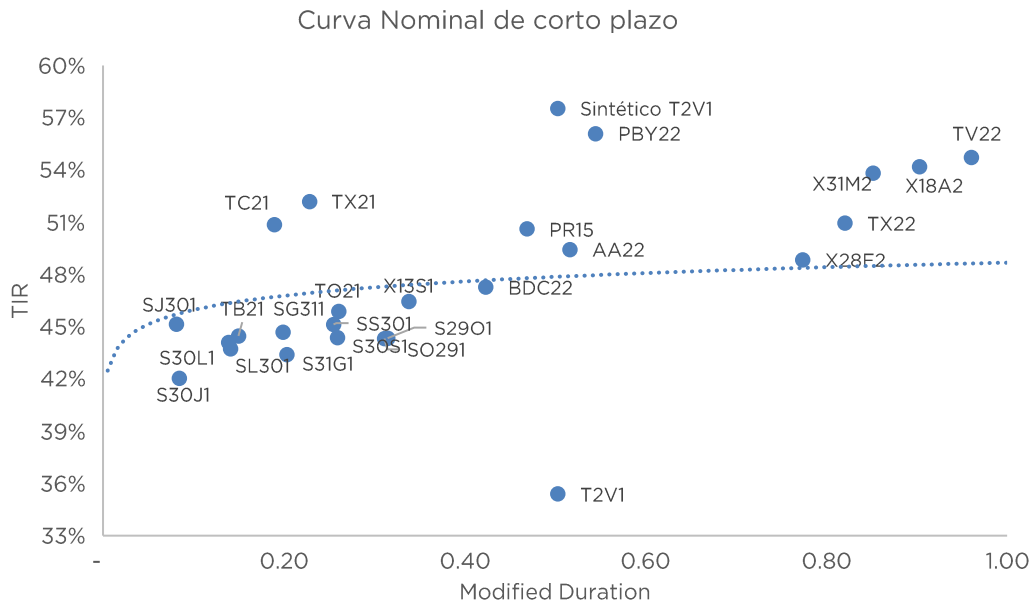
José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Estratega de Renta Fija

Erik Schachter
Analista

Eduardo Gómez
Analista

Gráfico 1: Curva nominal con senderos macro propios



Parte larga: seguimos prefiriendo DICP vs. TX26 y TX24

Entendemos que el castigo del DICP no se condice con la firmeza con la que estuvo operando durante el último tiempo la parte media, en especial el TX24 y el TX26. Por eso, reafirmamos nuestra preferencia por el DICP, formando un *barbell* junto a X18A2 y TX22

El spread entre el DICP y el TX26 y TX24 se encuentra en niveles bastante superiores al promedio que ha sabido mostrar desde noviembre del año pasado. Si bien es cierto que el DICP suele tener menor liquidez y comportarse de una manera mucho más desacoplada de la curva CER, entendemos que debería ser una buena apuesta de mediano plazo dentro del universo de los pesos, sobre todo teniendo en cuenta los niveles de inflación actuales.

Gráfico 2: Spread del DICP vs TX24/26 cerca de máximos

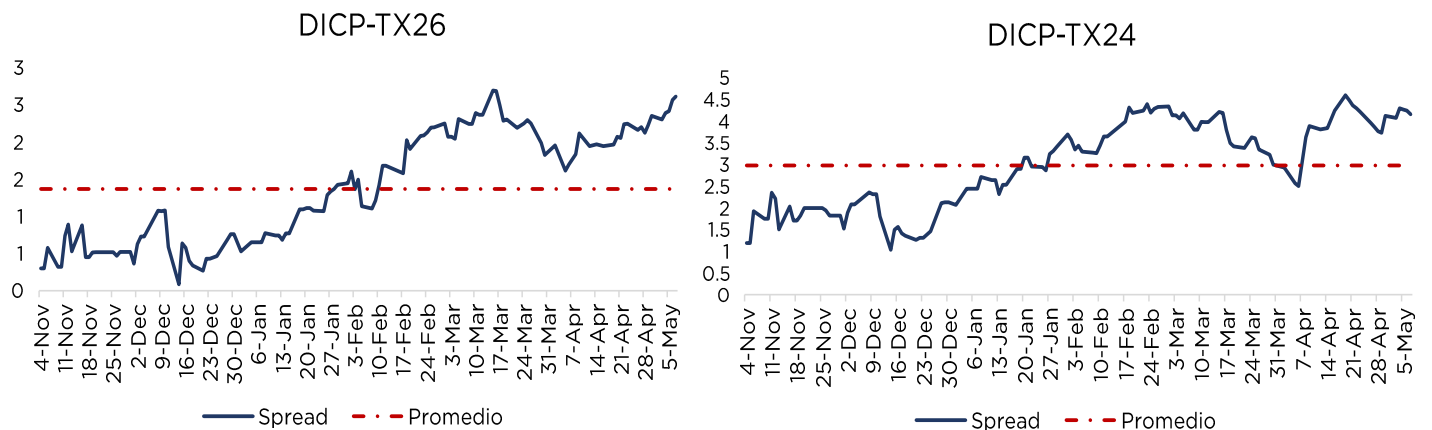
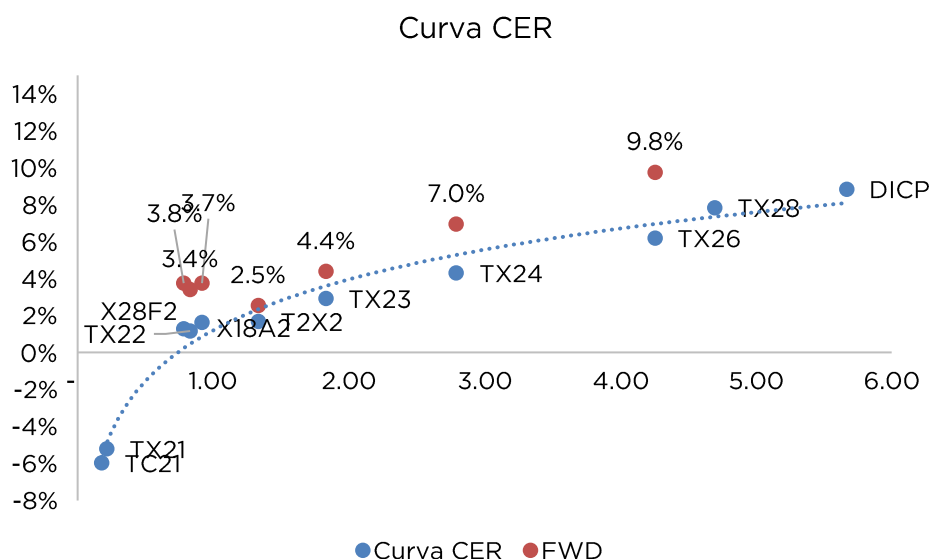


Gráfico 3: TX26 y TX24 operan por debajo de la curva CER



Nuestros senderos macro de corto plazo

Para la inflación, con la confirmación del 4,1% que ya veníamos esperando, también confirmamos el sendero mensual de inflación que sigue con un 3,7% en mayo y un 3,2% en junio, y que termina en un 50% anual en diciembre. Para 2022, nuestra proyección es de un número muy similar al que esperamos para este año, en torno a 49%.

En relación con el tipo de cambio oficial, esperamos que la profundización del ancla cambiaria se mantenga hasta julio, con la devaluación viajando a un ritmo anualizado de 17%, para luego acelerar pero solo levemente a un ritmo de 20%, 23% y 25% anualizado en agosto, septiembre y octubre. Para 2022, estamos asumiendo un salto en enero del 20%, que llevaría la brecha cambiaria a niveles más razonables de 40%.

Respecto a las tasas de interés, no esperamos cambios significativos durante este año, recién moviéndose al alza en casi 10 puntos en enero del año que viene, para luego ir bajando muy lentamente, acompañando la desinflación y quedando neutral en términos reales en el 2S22.

Ver tablas a continuación.

Tabla 1: senderos macros mensuales de Consultatio

Mes	CER	Badlar	Pases	TC Oficial	TC CCL	Brecha	TR ex ante	Δ TCR
Jan-21	4.0%	34%	37%	87	151	72%	-12%	0.0%
Feb-21	3.6%	34%	37%	90	145	62%	-16%	-0.5%
Mar-21	4.8%	34%	37%	92	147	60%	-16%	-2.1%
Apr-21	4.1%	34%	37%	94	156	67%	-17%	-2.1%
May-21	3.7%	34%	37%	95.1	160	68%	-10%	-1.9%
Jun-21	3.2%	34%	37%	96.5	163	69%	-4%	-1.4%
Jul-21	2.6%	34%	37%	97.8	166	70%	-1%	-1.0%
Aug-21	2.9%	34%	37%	99.5	169	70%	-1%	-1.0%
Sep-21	3.3%	34%	37%	101.4	172	70%	-3%	-1.2%
Oct-21	2.9%	34%	37%	103.5	176	70%	-5%	-0.6%
Nov-21	3.5%	34%	37%	105.9	180	70%	-3%	-0.9%
Dec-21	2.8%	34%	37%	108.5	185	70%	-11%	-0.1%
Jan-22	5.1%	45%	48%	130.3	182	40%	-5%	14.4%
Feb-22	4.7%	45%	48%	134.2	188	40%	-12.2%	-1.4%
Mar-22	4.5%	45%	48%	138.2	193	40%	-7.8%	-1.3%
Apr-22	4.0%	40%	43%	141.8	198	40%	-8.0%	-1.2%
May-22	3.5%	40%	43%	144.7	203	40%	-2.0%	-1.2%
Jun-22	3.0%	35%	38%	147.1	206	40%	-2.6%	-1.1%
Jul-22	2.9%	35%	38%	149.5	209	40%	-0.2%	-1.1%
Aug-22	2.9%	30%	32%	151.8	213	40%	-4.0%	-1.1%
Sep-22	2.7%	30%	32%	154.1	216	40%	-2.4%	-1.0%
Oct-22	2.5%	30%	32%	156.2	219	40%	0.0%	-0.9%
Nov-22	2.3%	30%	32%	158.2	221	40%	2.0%	-0.8%
Dec-22	2.2%	30%	32%	160.1	224	40%	3.0%	-0.8%

Retorno Total	CER	Badlar	TC Oficial	TC CCL	Inflación
31/12/2021	51.9%	39.9%	29.0%	28.3%	50.3%
31/12/2022	50.2%	43.1%	47.5%	21.5%	48.6%
31/12/2023	30.0%	34.5%	26.1%	26.1%	41.4%

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. 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 significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.