



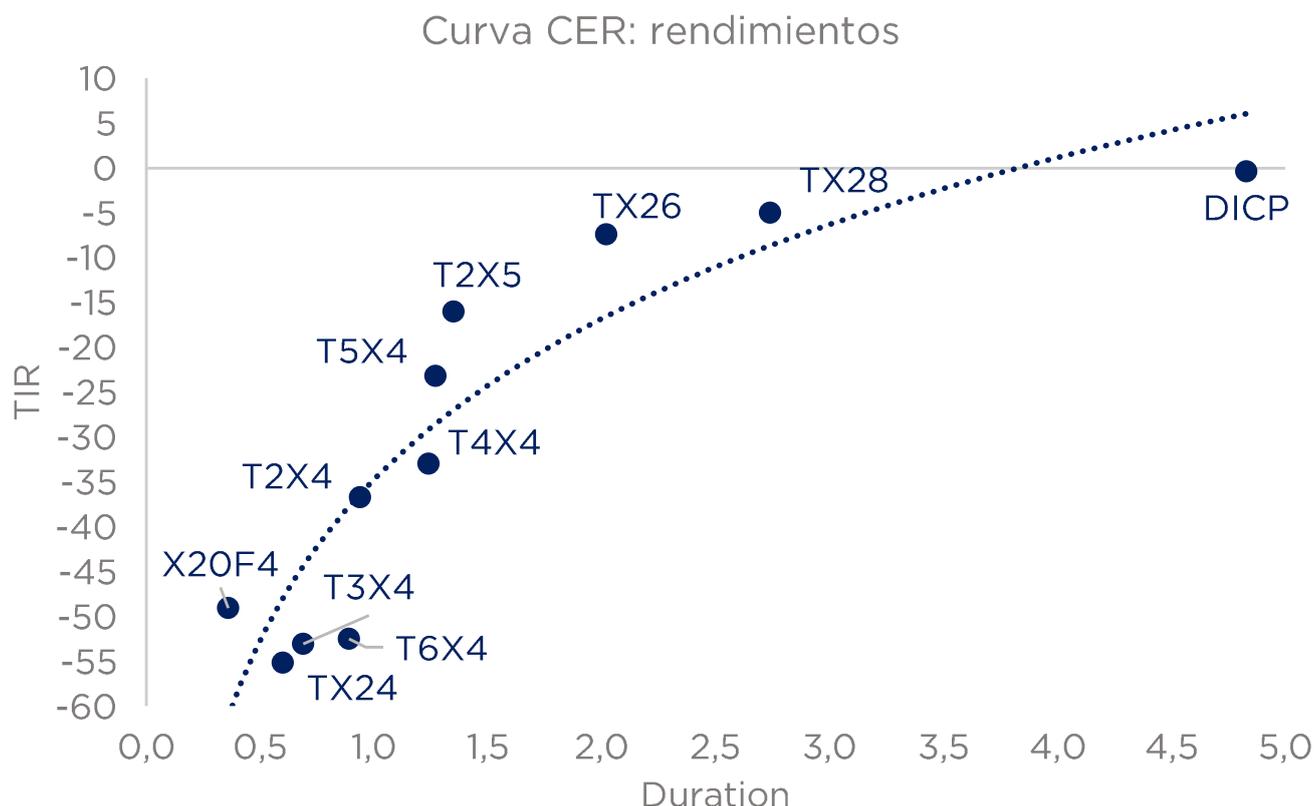
Cerramos la recomendación del Consultatio Deuda Argentina

Tras la postergación de la dolarización en el corto plazo y la voluntad expresa de Milei de honrar los compromisos, los activos en pesos tuvieron un desempeño extraordinario desde el balotaje. Tras el anuncio de las primeras medidas económicas, que en el corto plazo implicarán una fuerte aceleración de la inflación, la deuda CER se convirtió en la protagonista del rally.

En este contexto, los rendimientos de toda la curva CER pasaron a terreno negativo, alcanzando mínimos históricos. Desde la publicación de nuestro investment case tres semanas atrás, el fondo Consultatio Deuda Argentina anotó un rendimiento de 28%.

Hacia adelante, creemos que la aceleración inflacionaria ya está incorporada en los precios de la deuda CER y no vemos recorrido adicional para esta clase de activos, por lo cual cerramos la recomendación del Consultatio Deuda Argentina.

A estos niveles de precios, la curva CER tiene más para perder



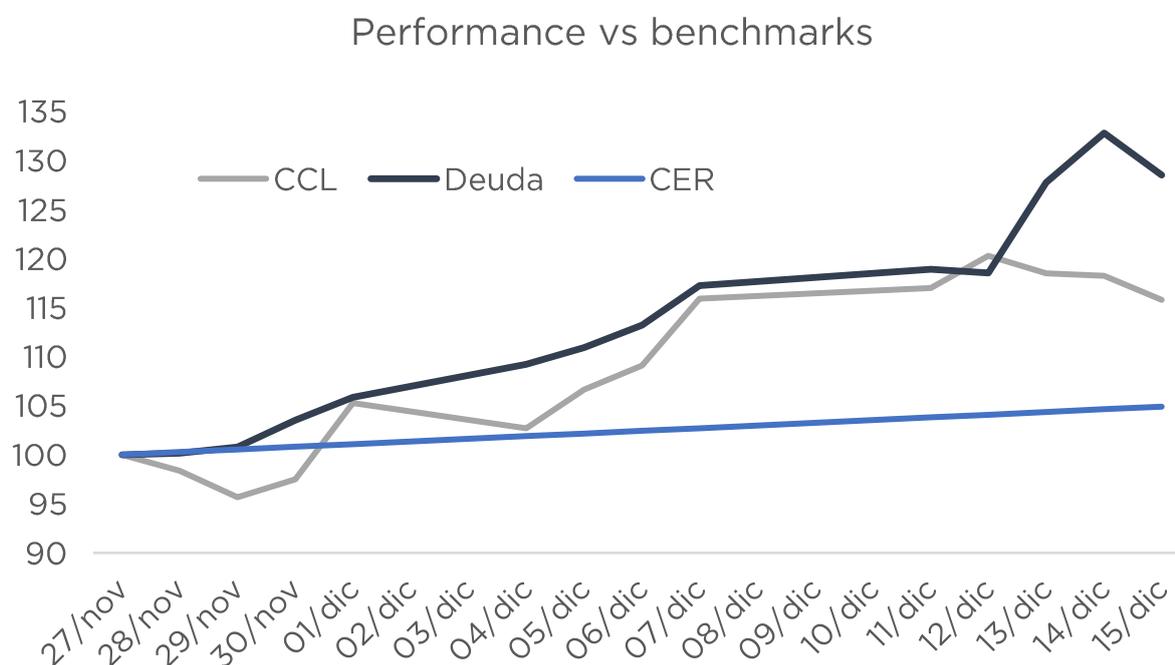
Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado.

Cerramos la recomendación del Consultatio Deuda Argentina

Ante el alejamiento de la idea de una pronta dolarización y el reiterado compromiso de las autoridades de respetar los contratos, los activos en pesos tuvieron una excelente performance en las últimas semanas.

La primera tanda de medidas del gobierno profundizó de manera extraordinaria el rally de la deuda en pesos, y esto fue especialmente cierto para deuda CER. Con un salto del tipo de cambio de 118% y un elevado pass-through, el mercado espera que la inflación corra en las próximas semanas a un ritmo mensual de entre 25 y 30%.

Desde la presentación de nuestro último *investment case*, el índice CER trepó 5% y el CCL marcó una suba de 16%, mientras que el fondo Consultatio Deuda Argentina superó ampliamente estas referencias con una valorización de 28%.



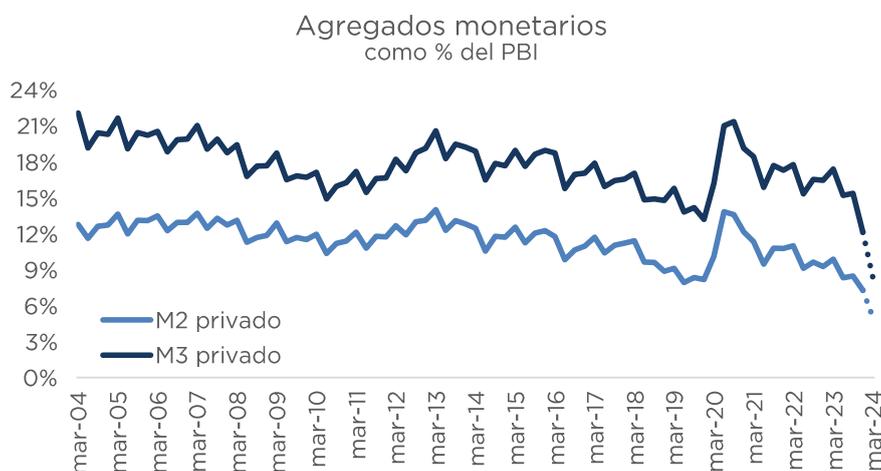
Durante la semana pasada las paridades de los títulos ajustables alcanzaron máximos históricos y creemos que este rally no se extenderá en el tiempo.

Cerramos la recomendación del Consultatio Deuda Argentina

Plan Caputo: el *squeeze* de pesos a fin de año

La primera avanzada del Plan Caputo recayó sobre los frentes cambiario y fiscal, pero en los últimos días conocimos algunas novedades respecto al frente monetario. El núcleo de estas pasó por una batería de medidas que incluyeron: i) la contracción de la tasa de pasés desde 126% TNA a 100% TNA y su posterior designación como única tasa de política de referencia, ii) la decisión de dejar de realizar licitaciones de Leliq, iii) la emisión de un bono a importadores y iv) la flexibilización de los límites a bancos de exposición al sector público.

Este paquete de medidas asegura un desplazamiento de la deuda en pesos del BCRA hacia el Tesoro, lo que quita dinamismo a la emisión de pesos. Si además tenemos en cuenta que el nivel de monetización está en mínimos de los últimos 20 años, se reduce drásticamente el stock de pesos disponibles en la economía.



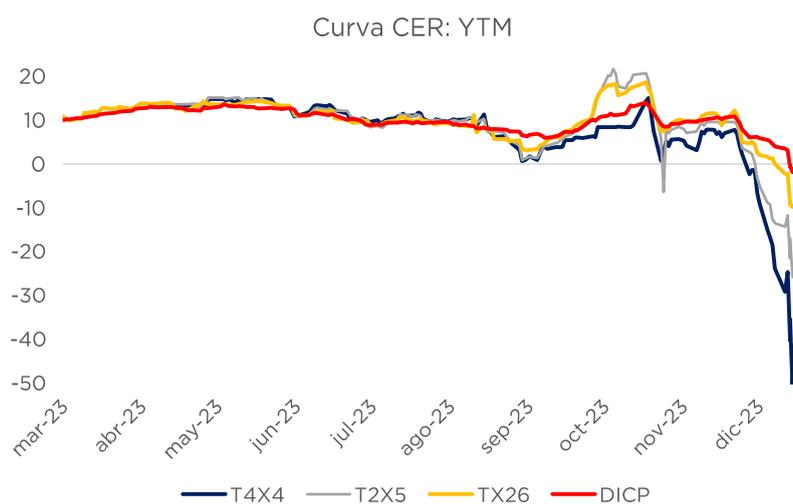
Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA

Dicho esto, si bien en última instancia dependerá de la credibilidad que se le dé al ancla fiscal, las posibilidades de que la inflación se espiralice empiezan a verse más limitadas. En este contexto, creemos que la inflación alta y persistente que descuenta la curva CER podría ser exagerada.

Cerramos la recomendación del Consultatio Deuda Argentina

A estos niveles de precios, la curva CER tiene más para perder

Con la inflación mensual ya corriendo por encima del 25%, los títulos ajustables por CER fueron los protagonistas y volaron sin discriminar plazos acumulando subas promedio de 60% desde el día después del balotaje. Toda la curva comprimió muy fuerte y cotiza con rendimientos por debajo de los mínimos históricos, a la espera de un alto pasaje a precios de la devaluación reciente del tipo de cambio oficial.



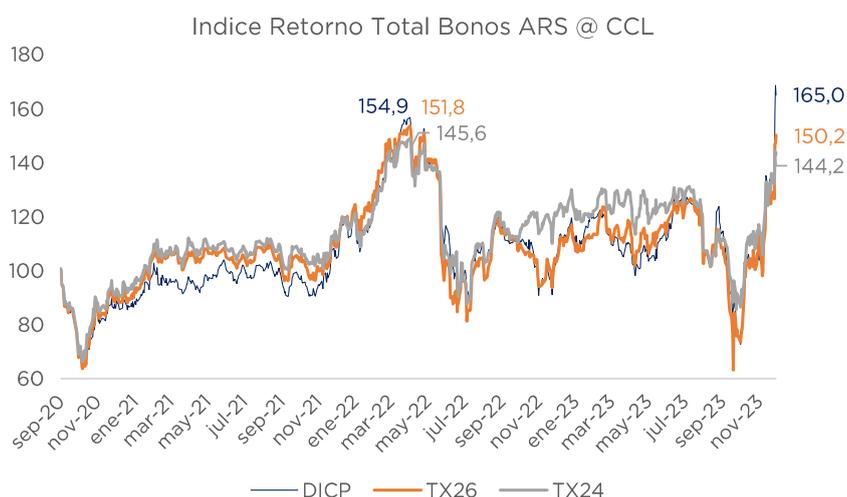
En este sentido, el único escenario en el que los bonos CER siguen luciendo atractivos supone una apreciación real fuerte del tipo de cambio libre (CCL). Dicho esto, incluso con la compresión de la brecha en los últimos días, el modesto avance que vimos (por ahora) en desmontar regulaciones para operar activos en moneda extranjera es una señal de que el gobierno no esperaba una sorpresa tan positiva en este sentido. También debemos considerar que diciembre es estacionalmente un mes de elevada demanda de dinero que tiende a revertirse en el verano.

DICI: retornos en USD

| | | Exit yield | | | |
|-----------|---------------------------------|------------|--------|--------|--------|
| | | -2,0 | 4,5 | 6,0 | 8,5 |
| TCR (CCL) | Pico pre elecciones (+26%) | -14,5% | -36,9% | -40,8% | -46,5% |
| | Actual | 8,0% | -20,3% | -25,2% | -32,5% |
| | Nuevo acuerdo con el FMI (-16%) | 28,2% | -5,4% | -11,2% | -19,8% |
| | Prom 20 años (-28%) | 50,9% | 11,3% | 4,4% | -5,7% |

Cerramos la recomendación del Consultatio Deuda Argentina

De hecho, medidos al dólar CCL, la curva CER está cotizando muy cerca de los máximos de los primeros meses del 2022. En ese entonces, el dólar CCL reflejaba optimismo - en un nivel de \$800 a precios de hoy - por el nuevo acuerdo con el FMI, en tanto que el frente monetario estaba muy deteriorado post pandemia y las restricciones cambiarias eran muy fuertes.



El punto de partida actual parece incluso peor en términos macro, pero hacia adelante el Plan Caputo apunta a reordenar los principales desequilibrios de la economía argentina, para que en última instancia el BCRA deje de emitir y se pueda ir desarmando progresivamente el cepo cambiario.

En otras palabras, a pesar de este escenario de inflación muy elevada, a estos niveles de precios creemos que los bonos CER no tienen mucho más recorrido.