

# No news, good news

## Resumen y conclusiones

- Los mercados globales gozaron de una inyección de optimismo luego del discurso de Powell del martes. En el mercado local, no hubo demasiadas novedades. Dada la nueva configuración de la macro, el hecho de que no haya habido nuevas noticias es positivo para el mercado y lo habilita a estirar la buena performance de mayo. No news, good news.
- La volatilidad del tipo de cambio sigue en niveles muy bajos. Detrás de este fenómeno el principal factor explicativo, a nuestro entender, es el nuevo esquema cambiario que permite mayor poder de intervención de parte del BCRA, que se refuerza a medida que el tiempo transcurre y la autoridad monetaria no interviene. Pero también vemos otro factor: de la mano de la caída de la inflación esperada, la política monetaria se está volviendo más contractiva.
- Creemos que, de haber un cambio en los encajes, éste sería marginal y que, por lo tanto, las tasas en pesos seguirán en niveles elevados. En línea con esto, continuamos favoreciendo una posición corta en términos de duración en las curvas en pesos.

José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Analista

Federico Bruno  
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo 3302  
WO Barrio Parque Bureaux  
Módulo IV - 3er Piso  
C1425DFE

## No news, good news

Los mercados globales gozaron de una inyección de optimismo luego del discurso de Powell del martes. El Presidente de la Fed se mostró mucho más abierto a una baja de tasas: “*Estamos monitoreando las implicancias de este conflicto (guerra comercial) y, como siempre, actuaremos apropiadamente para sostener la expansión*”. En este contexto, la tasa a 10 años del Tesoro americano profundizó su gran caída de mayo y gatilló una leve depreciación del dólar. Los activos de riesgo, tanto globales (se destacó una importante suba en bonos de alto rendimiento americanos), como de mercados emergentes (tanto renta fija, como variable y monedas) tuvieron una muy buena performance.

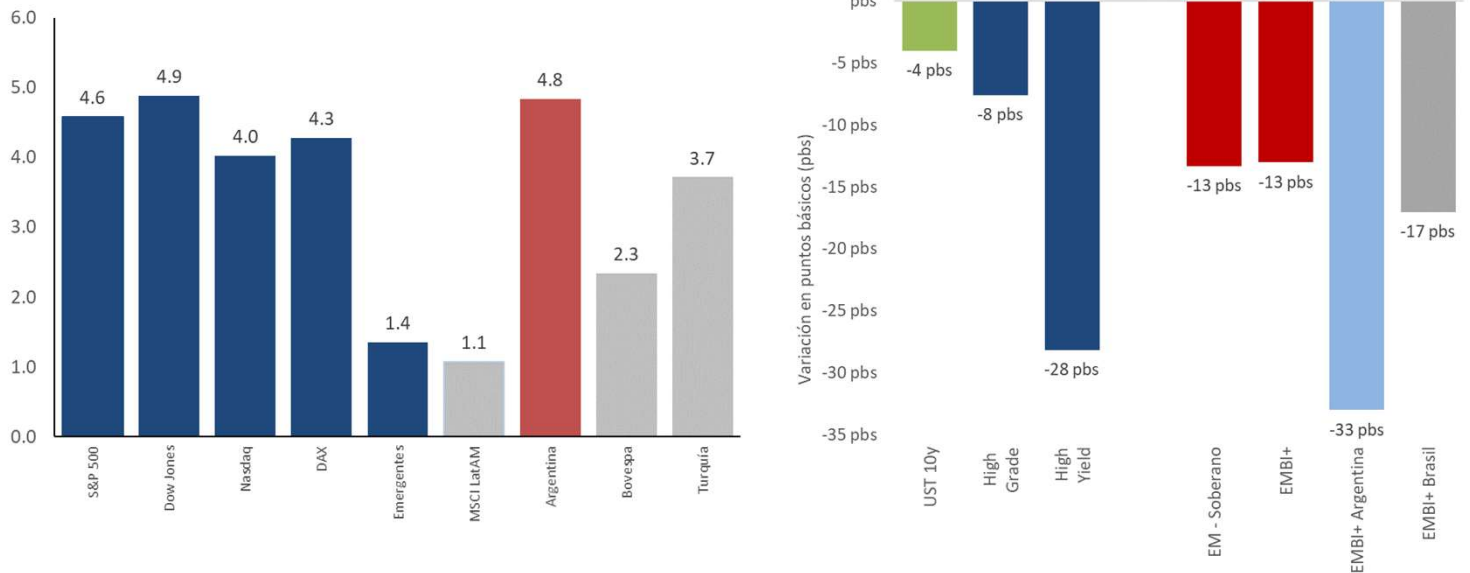
En este contexto, los activos argentinos continuaron con una dinámica similar a la que ocurrió en mayo: tuvieron un muy buen desempeño relativo. En la primera semana de junio, los activos locales reaccionaron más que positivamente respecto de los activos emergentes. El Merval subió 6% en dólares vs. acciones de mercados emergentes (EEM) subiendo 1,1%, mientras que el spread EMBI Argentina comprimió 33 pbs al cierre del jueves vs. 13 pbs para el EMBI+. Nuevamente, los bonos en pesos fueron la clase de activos que menos brilló localmente: las Lecaps comprimieron unos 30 pbs en promedio y los bonos Badlar subieron algo más que 0,5%; mientras que la curva CER siguió sufriendo las tasas aumentaron más de 150 pbs. Por último, el tipo de cambio siguió mostrándose con muy poca volatilidad, depreciándose 0,2% hacia el jueves vs. monedas emergentes apreciándose 0,3%. Al igual que en el resto de los activos, se vio una profundización de lo que pasó en mayo: el tipo de cambio siguió bajando la correlación con respecto a las monedas emergentes.

### El peso se desacopla de las monedas emergentes en el nuevo esquema



## No news, good news

### Buen comportamiento de Argentina en acciones y riesgo país respecto de pares



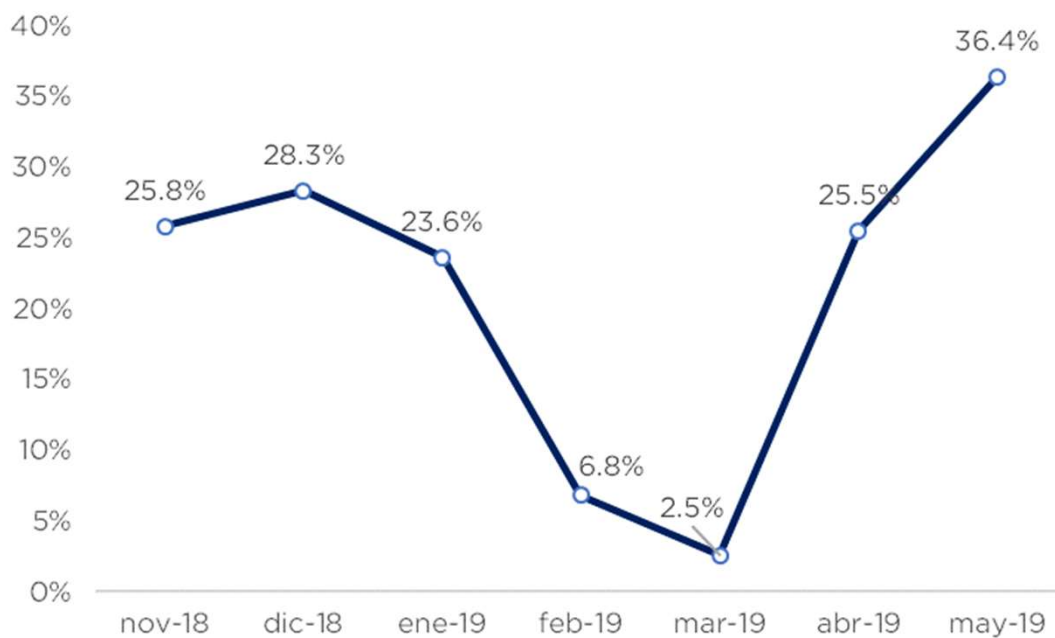
La realidad es que, más allá de algunas encuestas que dieron mejor posicionado al Gobierno de cara a un eventual balotaje, y un entorno global menos hostil luego del discurso de Powell, no hubo demasiadas novedades en lo que hace al mercado local. En este contexto, y dada la nueva configuración de la macro (encabezada por el nuevo esquema cambiario del BCRA), el hecho de que no haya habido nuevas noticias es positivo para el mercado y lo habilita a estirar la buena performance de mayo. En otras palabras: *No news, good news*.

No obstante, las próximas semanas muy difícilmente se parezcan a ésta. El cierre de alianzas es el miércoles próximo y el cierre de listas es el 22 de junio, lo cual podría añadir ruido en el mercado. A partir de entonces, el valor de las encuestas será mayor, con las alianzas selladas y los candidatos asegurados, y su impacto en los mercados probablemente ascienda. Por el lado de la macro, la semana que viene se conocerá el dato de inflación de mayo, que muchos ya descuentan que estará cerca del 3,0%, y ahí podría haber alguna sorpresa. Además, como mencionamos en la próxima página, la semana que viene el Gobierno intentará emitir la primera Lete con vencimiento en 2020 y el mercado estará atento a ver cuál es la recepción.

## No news, good news

La volatilidad del tipo de cambio sigue en niveles muy bajos a pesar de la inestabilidad que estuvieron mostrando los mercados globales. Detrás de este fenómeno el principal factor explicativo, a nuestro entender, es el nuevo esquema cambiario que permite mayor poder de intervención de parte del BCRA, que se refuerza a medida que el tiempo transcurre y la autoridad monetaria no interviene. Pero también vemos otro factor: de la mano de la caída de la inflación esperada, la política monetaria se está volviendo más contractiva. Si bien el BCRA favoreció en los últimos 30 días una baja marginal de la tasa de Leliq en términos nominales, dado que el ritmo de crecimiento de los precios se habría desacelerado en mayo (según estimaciones privadas en torno al 3%), la tasa real ex-ante está en niveles récord. Una explicación es que al BCRA le está costando (y cada vez más) cumplir con la meta de base monetaria: el Tesoro le dio una gran ayuda el mes pasado. Y esta tendencia será cada vez más acentuada ya que la demanda de liquidez crece junto con la inflación y, a su vez, el BCRA tiene que ir contrarrestando el déficit cuasifiscal (intereses de Leliq).

Tasa de Leliq real ex-ante sube de la mano de la menor inflación esperada

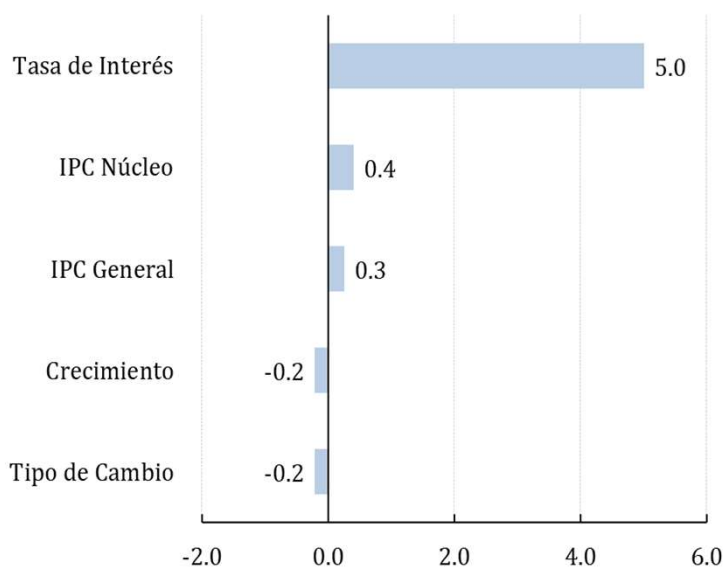


## No news, good news

¿Qué nos dice esto hacia adelante? Vemos bastante improbable alguna relajación de la meta de base monetaria, ya que es el ancla de la economía electoral: le quitaría credibilidad al BCRA y podría tener consecuencias negativas en el plano cambiario, que se manifiesta muy rápidamente. Esto nos deja con dos caminos posibles. El primero sería continuar focalizando el esfuerzo en la tasa de Leliq que, como vimos, en términos reales ex ante ya se encuentra en niveles muy altos. El otro camino posible es algún cambio en los encajes no remunerados de manera tal de liberar pesos de los bancos (actualmente en encajes) para que aumenten su demanda de Leliq y, de esa manera, hacer más fácil la consecución de la meta. La segunda podría tener el riesgo de que sea percibida como una relajación de la política monetaria y, en ese caso, podría impactar negativamente en las curvas en pesos y en el tipo de cambio. Esto demandaría un gran esfuerzo de comunicación de parte del BCRA. **Por esto mismo, creemos que, de haber un cambio en los encajes, éste sería marginal y que, por lo tanto, las tasas en pesos seguirán en niveles elevados. En línea con esto, seguimos favoreciendo una posición corta en términos de duración en las curvas en pesos.**

Esta semana se conoció el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). En línea con lo que planteamos arriba, para este año, el consenso de analistas espera mayores tasas de interés: la tasa de Leliq esperada a fin de año subió 500 pbs a 55% respecto de la encuesta pasada. En términos reales ex ante, la tasa esperada en dic-19 es de 24% (+800 pbs vs. la encuesta de abril). Respecto de la inflación, la expectativa del REM para mayo va en línea con las estimaciones privadas: 3,2% m/m. Luego, espera una desaceleración hasta 2,7% en junio y 2,5% en julio. El número de inflación para 2019 prácticamente se mantuvo intacto (+30 pbs) en 40,3%. En línea con esta visión de la tasa de interés, el tipo de cambio esperado para fin de 2019 se ajustó a la baja en 20 centavos.

### Variación entre REM abril y REM mayo

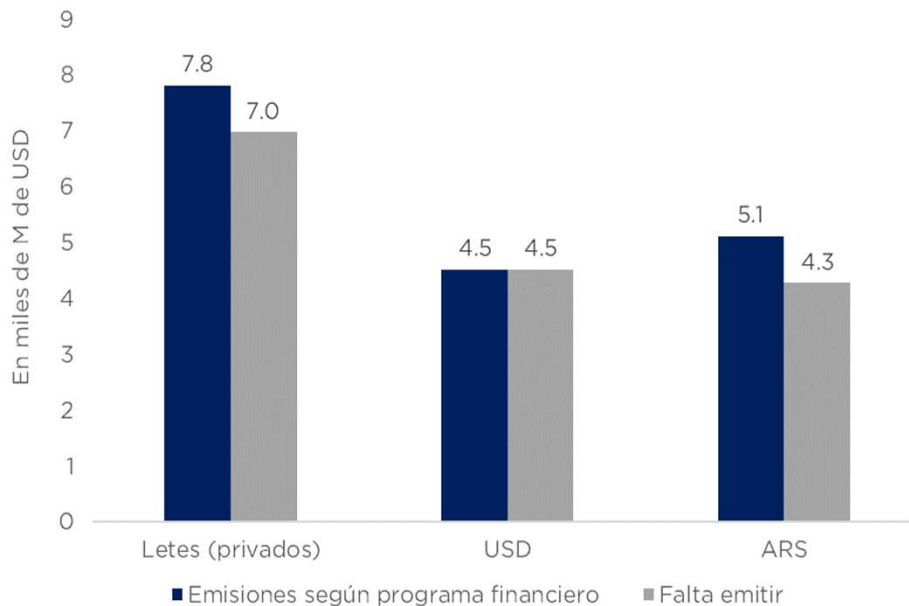


## No news, good news

### Primer gran test para el programa financiero

El Ministerio de Hacienda anunció el llamado a licitación de Letras de tesoro en dólares por USD 600 M con vencimiento 27-sep-19 y USD 300 M a 17-ene-20. **Por primera vez se licitará una Letra en dólares con vencimiento en 2020, intentando así comenzar a cumplir con la renovación requerida de Letes para cerrar el programa financiero: se requiere una renovación total de USD 4.500 M y, por el momento, ese monto es nulo.** Tal como venimos afirmando hace algunas semanas, la cuestión de la renovación de Letes es uno de los principales factores de riesgo que vemos en la actualidad. Si bien es cierto que una mayor renovación de Lecaps podría compensar en parte la menor renovación de Letes, y que, por otro lado, el Tesoro podría recurrir a otras fuentes de financiamiento, está claro que ratios de renovación muy bajos serían una mala señal. Las encuestas que salieron a la luz los últimos días, que dieron a Cambiemos por encima del kirchnerismo en un eventual balotaje, podrían ayudar a esta licitación.

#### Renovación requerida de Letes según el Programa Financiero del Gobierno





**BANCA PRIVADA**

Alejandro Gorostiaga  
agorostiaga@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2260

**ATENCIÓN MINORISTA**

María José Adamoli  
mjadamoli@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2229

**INSTITUCIONALES**

Martín Deluca  
mdeluca@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2296

**PARTNERS COMERCIALES**

Gisela Alonso  
galonso@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2212

**ESTRATEGIA**

José Echagüe  
jechague@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2247

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206-2255

**ENCONTRANOS EN:** Avda. Ortiz de Ocampo 3302. WO Barrio Parque Bureaux Módulo IV. 3er Piso C1425DFE

## Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "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 Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 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 cuotas partes 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 cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.