



## Julio vino con sorpresas

### Resumen y conclusiones

La primera semana de julio marcó una pausa para el rally de precios de bonos y acciones, que habían completado un mes de junio extraordinario.

El contexto internacional no ayudó. Los datos de empleo conocidos esta semana en EE.UU. reforzaron la idea de las minutas de la FED respecto que el ciclo de endurecimiento monetario todavía no terminó. La probabilidad de una suba de 25 puntos básicos en la próxima reunión de este mes trepó al 92% y disparó un ajuste de la deuda de alto rendimiento y de mercados emergentes que contagió a los activos locales.

Pero los determinantes locales fueron más relevantes: la falta de progreso en la negociación con el FMI y la reunión de Massa con su par egipcio (segundo deudor del FMI) provocaron temores respecto de un eventual default con el organismo.

Entendemos que estos factores son transitorios y no modifican la visión que venimos sosteniendo. En el presente reporte, analizamos la perspectiva de las distintas clases de activos en pesos en diferentes escenarios macro desde hoy hasta la transición presidencial.

José M. Echagüe  
Estratega

Isaías Marini  
Analista

Melina Costanzo  
Analista

+54 11 2206 2206

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

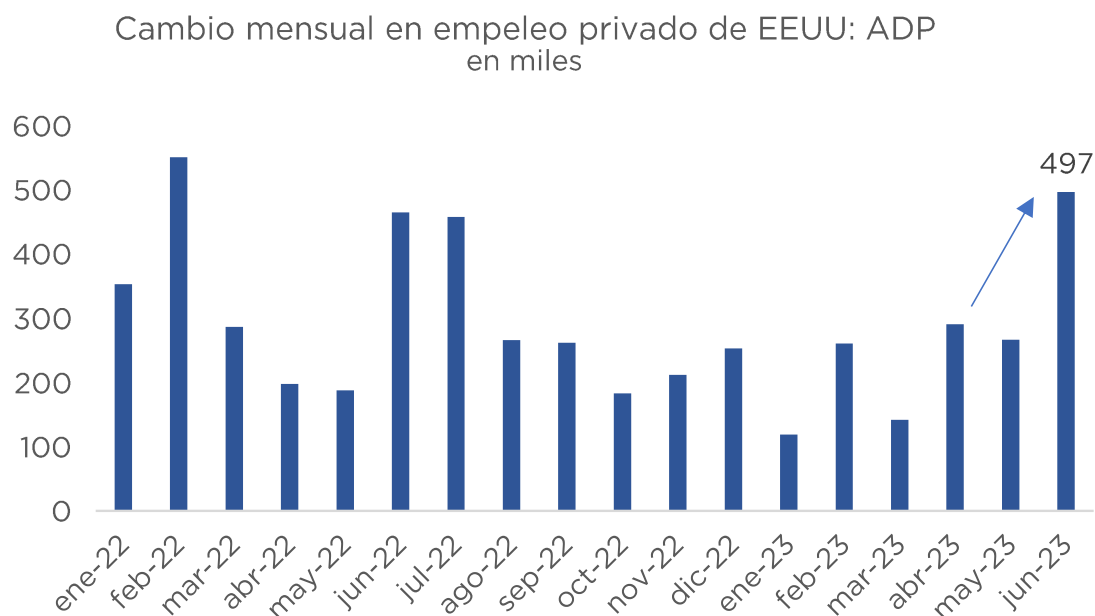
## Julio vino con sorpresas

El pulso de mercado hasta las elecciones está plagado de incertidumbre y, por ello, la única certeza que teníamos es que no iba a ser en línea recta. Esta semana tuvimos una (nueva) confirmación: tras un mes de junio con retornos de hasta 30% en dólares en bonos y más de 15% en USD en acciones, en la primera semana de julio los principales activos locales dieron un giro en U respecto de la tendencia alcista que venían registrando, en simultáneo a sus pares internacionales. Los bonos soberanos en dólares registraron caídas que alcanzaron el 8.2% en el caso de los de ley local, en tanto que las acciones se hundieron hasta 5.4% en dólares. En un andarivel distinto, el tipo de cambio libre se mostró relativamente estable con una depreciación de 1.1% en términos nominales que se traduce en una de 0.6% en la última semana.

Variaciones (ARS)	1D	1W	MTD	jun-23	may-23	abr-23	YTD
Ledes	0,0%	-0,4%	-0,4%	8,9%	5,0%	7,2%	46,0%
Lecer	2,3%	6,7%	6,7%	9,6%	7,9%	7,1%	61,1%
Boncer	0,3%	2,1%	2,1%	15,2%	10,0%	5,9%	63,7%
USD Link	0,8%	1,7%	1,7%	8,2%	7,7%	10,5%	59,4%
Badlar	-0,4%	1,2%	1,2%	7,3%	2,3%	2,0%	28,3%
Duales	0,5%	0,7%	0,7%	9,7%	9,4%	9,2%	59,9%
Variaciones (USD)	1D	1W	MTD	jun-23	may-23	abr-23	YTD
Bonares	-8,2%	-5,0%	-5,0%	31,2%	7,7%	-13,7%	6,4%
Globales	-4,2%	-1,6%	-1,6%	23,9%	8,2%	-8,8%	22,5%
Merval (CCL)	-5,4%	-0,4%	-0,4%	15,8%	6,9%	8,5%	33,4%
Referencias	1D	1W	MTD	jun-23	may-23	abr-23	YTD
CER	0,3%	1,5%	1,5%	8,0%	8,7%	6,5%	49,8%
Dólar Oficial	0,2%	1,6%	1,6%	7,1%	7,5%	6,5%	47,0%
Dólar MEP (GD30)	-0,2%	-0,2%	-0,2%	4,6%	6,0%	9,7%	47,1%
Dólar CCL (SPY)	1,1%	0,6%	0,6%	4,7%	7,7%	11,8%	49,6%

## Julio vino con sorpresas

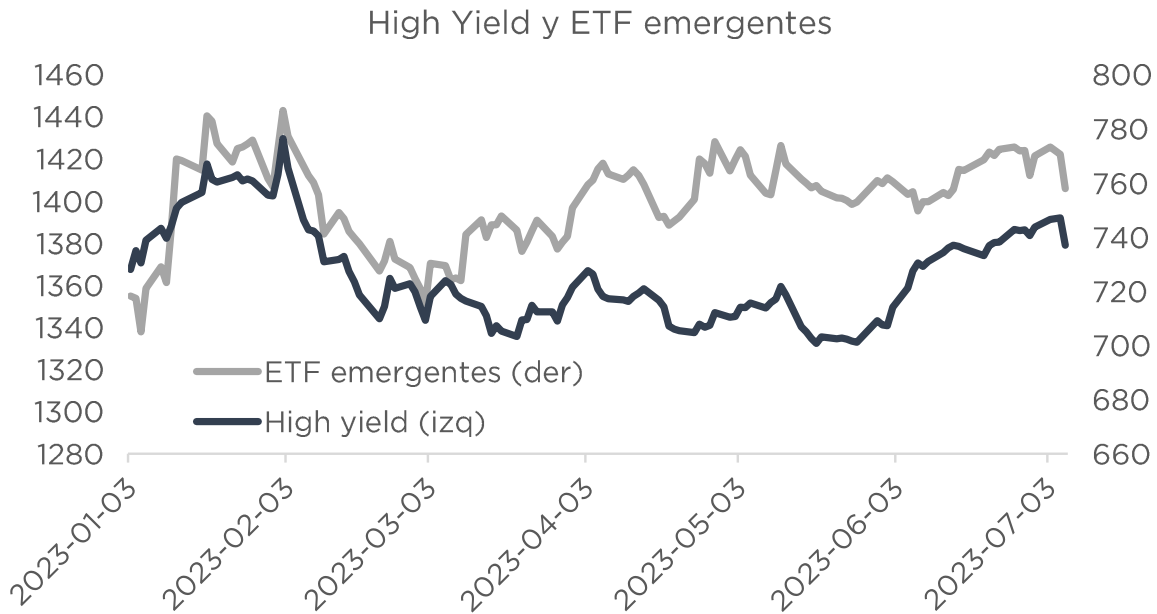
Entre los determinantes de la caída hay que destacar que el contexto internacional no ayudó. Ayer se conoció el dato (preliminar al oficial) de creación de empleo privado en Estados Unidos, que superó todas las expectativas con 497 mil nuevos puestos, reforzando que la economía sigue en buen estado como para tolerar una o dos subas más de tasas de interés. Las minutas de la FED conocidas esta semana obtuvieron de esa manera su confirmación.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a ADP

La probabilidad de una suba de 25 bps en la próxima reunión del 26 de julio se incrementó hasta el 92.4%. El mercado ya se convenció de que este año las tasas no bajarán. Y hay razones para creer eso, más allá del robusto dato de empleo. El impacto de mercado fue inmediato. La deuda de alto rendimiento (high yield) y emergente registraron caídas de -1.3 % y -1.4% respectivamente, contagiando a la deuda local.

## Julio vino con sorpresas



Fuente: Consultatio Fiancial Services en base a JPMorgan

En el frente local, la dilatación de noticias que muestren algún avance en materia de renegociación del acuerdo con el FMI y la reunión de Massa con su par egipcio – el segundo país con mayor deuda con el FMI – provocaron nerviosismo en el mercado agitando el fantasma de un default con el organismo. Ese es un escenario de muy baja probabilidad en nuestra visión, dados los costos que tienen cada una de las partes. Mas allá de la toma de ganancias que vimos en bonos y acciones, entendemos que el comportamiento relativamente estable del tipo de cambio CCL esta semana refleja esta visión.

A nuestro modo de ver, el ruido de mercado que vimos en este último par de días es más bien transitorio y no define ningún escenario de corto plazo. Tarde o temprano el Fondo anunciará el desembolso pactado. La parálisis actual en la negociación entendemos que refleja la dificultad que está encontrando el gobierno para obtener una ventana de financiamiento (desembolsos adelantados a los vencimientos) para moderar las presiones sobre el tipo de cambio en el segundo semestre, luego de haber incumplido todas las metas en la revisión del segundo semestre.

## Julio vino con sorpresas

### ¿Cómo posicionarse en el mundo pesos hasta fin de año?

Frente a este panorama, analizamos el retorno total proyectado hasta el 30-nov de las distintas clases de activos en base a dos escenarios alternativos. En el primer escenario la macro “aguanta” hasta el recambio gubernamental: el gobierno logra evitar el salto cambiario, la deuda en pesos no está bajo stress y los ajustes los realiza el gobierno entrante. En ese escenario, la inflación cierra noviembre en 126% interanual, el tipo de cambio en 344 pesos -el salto del TC se da en enero de 2024- y la brecha se mantiene en el orden del 80%.

En el segundo escenario, “no aguanta”, la premisa es que el resultado de las PASO deriva en una devaluación desordenada en agosto (con rápido pasaje a precios) y la nominalidad se acelera. La deuda en pesos entra en dudas y termina el año cotizando en niveles de paridad de 70%, afectando fundamentalmente a los vencimientos a partir de 2024. En ese escenario el tipo de cambio a fin de noviembre es de 484 pesos, con una brecha apenas menor, y con una inflación interanual de 202%.

Anual	Escenario "aguanta"	Escenario "no aguanta"
	2023*	
Inflación	126%	202%
Badlar	96%	100%
TC oficial	344	484
TC CCL	620	846
Brecha	80%	75%

(\*) Proyectado a noviembre del 2023.

## Julio vino con sorpresas

Es interesante notar que para el horizonte de tiempo considerado, con los precios actuales el ganador en ambos escenarios es el tramo largo de la curva CER, independientemente de si el salto cambiario se da antes (agosto 2023) o después de las elecciones (enero 2024), superando al retorno que ofrece la curva dólar link (la devaluación ya está descontada). Pero con un salto devaluatorio en agosto (y un rápido pasaje a precios), en el escenario “no aguanta”, los bonos CER más cortos ganan atractivo frente a los largos, ya que captan rápido el pasaje a precios y se ven menos afectados por el stress que afecta a las curvas de pesos.

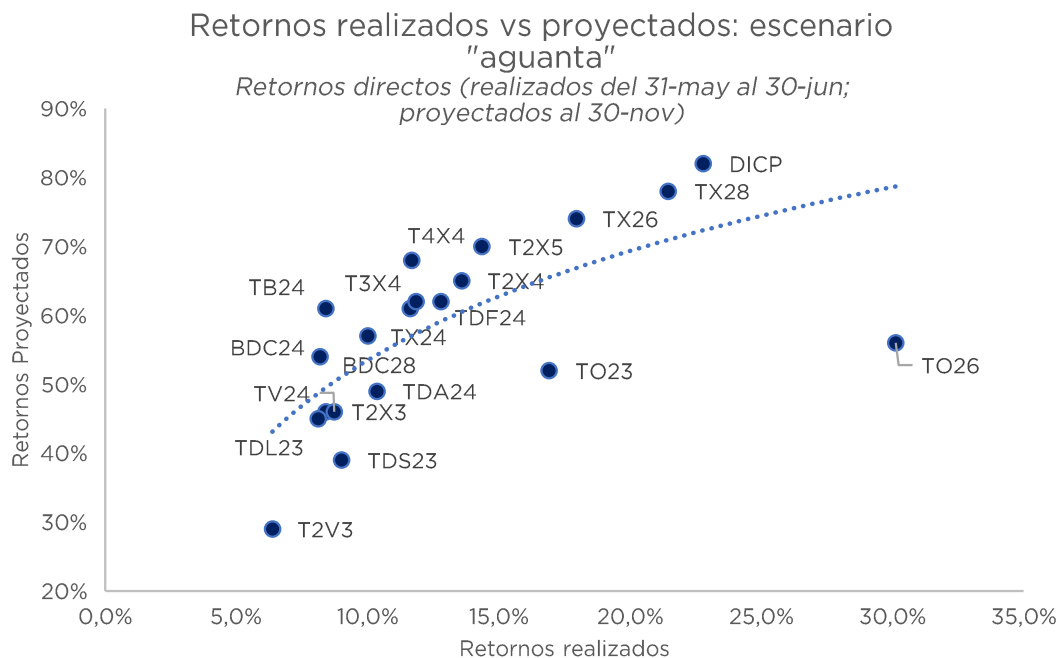
### CER: lo más atractivo hasta noviembre

Bono	YTM actual	Escenario "aguanta"		Escenario "no aguanta"	
		Retorno total en ARS	Retorno total en USD	Retorno Total	Retorno total en USD
Cer corto	2,7%	42%	17%	84%	31%
Cer 24/25	8,8%	51%	25%	57%	11%
Cer largo	9,3%	60%	32%	70%	21%
Tasa fija	90,0%	34%	11%	36%	-3%
Badlar sob.	9,6%	48%	22%	39%	-1%
Badlar CABA	4,6%	45%	20%	51%	7%
Dólar link 23	-19,8%	26%	4%	71%	21%
Dólar link 24	-10,1%	35%	11%	15%	-18%
Duales 23	-1,6%	40%	15%	78%	27%
Duales 24	-7,1%	45%	20%	22%	-13%

Si además tenemos en cuenta que, como apuntamos en nuestro reporte “Mercado aprueba suba del techo de la deuda”, el despeje de vencimientos a partir de canjes y el protagonismo adoptado por el BCRA para cerrar el programa financiero del Tesoro convirtieron la dinámica de la deuda en pesos en un tema de resolución intra sector público, el riesgo de un evento de crédito se reduce y vuelve más atractivo asumir riesgo duración en la curva CER.

## Julio vino con sorpresas

¿Cuál es el escenario que terminará verificándose? Nadie lo sabe, pero si analizamos la dinámica de precios del último mes, podemos inferir que el mercado implícito es el de “aguanta”, como puede verse en el siguiente gráfico.



**INSTITUCIONALES & PARTNERS**  
**Ingrid Epp**  
iepp@consultatioinvestments.com

**INSTITUCIONALES**  
**Martín Deluca**  
mdeluca@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN BANCA PRIVADA**  
**Hernan Rodríguez**  
hrodriguez@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN MINORISTA**  
**Adriana Caceres**  
asesores@consultatioinvestments.com

**ESTRATEGIA**  
**José Echagüe**  
jechague@consultatioinvestments.com

**APERTURA DE CUENTA**  
apertura@consultatioinvestments.com

## Nota de responsabilidad

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 descritos, 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.

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.