Lunes
12

De 15.20 a 20.15: cuando recuperar el atractivo del carry trade beneficia a todos

Resumen y conclusiones

- La falta de claridad en relación a objetivos e instrumentos que ha adquirido la política monetaria y su creciente inconsistencia con la política de financiamiento del gobierno son los principales factores detrás de la depreciación reciente del tipo de cambio, en nuestra visión.
- Más allá de los aciertos o errores de la gestión monetaria, el combo de ruido político que introdujo el poder ejecutivo fue demasiado para el Peso con las nuevas condiciones internacionales.
- La estrategia monetaria de corto plazo queda invertida: estabilizar el tipo de cambio para anclar expectativas de inflación.
- Bajar la volatilidad cambiaria también es funcional bajar el costo de fondeo del Tesoro, que busca no tener que volver a emitir en el mercado internacional durante 2018.

José M. Echagüe
Estratega

+54 11 2206 2206

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

De 15.20 a 20.15: cuando recuperar el atractivo del carry trade beneficia a todos

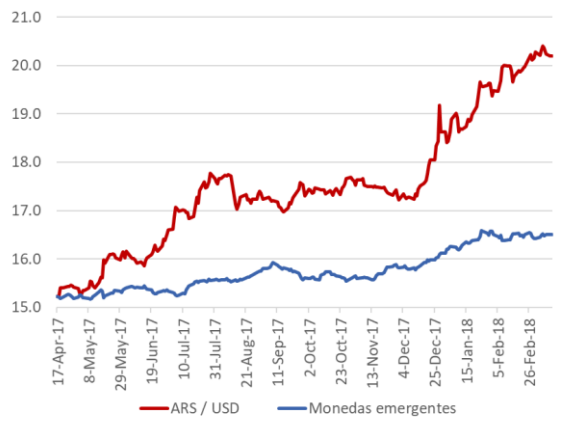
La falta de claridad en relación a objetivos e instrumentos que ha adquirido la política monetaria y su creciente inconsistencia con la política de financiamiento del gobierno son los principales factores detrás de la depreciación reciente del tipo de cambio, en nuestra visión. Las dos bajas de tasas ejecutadas en enero y su comunicación ambigua por parte de la autoridad monetaria fueron determinantes para este resultado.

El tipo de cambio en Argentina es tal vez el mejor termómetro del pulso financiero del país. Con un mercado de capitales subdesarrollado, el reposicionamiento de portafolios encuentra su canal más inmediato a través del mercado de cambios. La incertidumbre que hoy se manifiesta en la depreciación del Peso es sin embargo previa al 28 de diciembre, momento en que se difirieron las metas de inflación. Pero encontró en las últimas semanas, en un escenario financiero internacional más demandante, las condiciones financieras ideales para manifestarse.

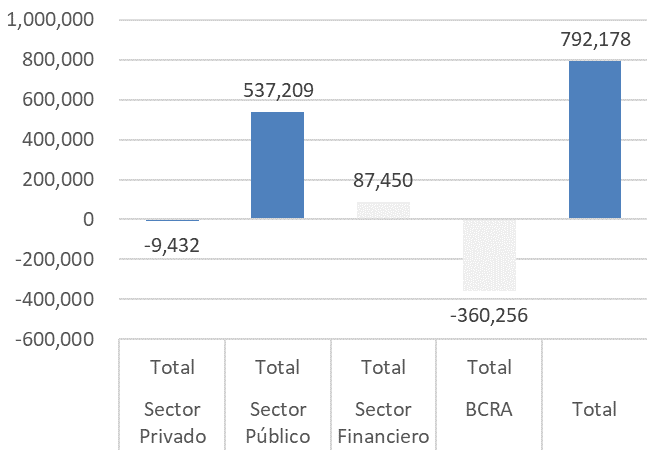
Del lado del Banco Central, desde el lanzamiento del régimen de metas de inflación a principios de 2017 su posición sobre aspectos claves que influyen sobre el comportamiento del tipo de cambio ha ido adaptándose a las circunstancias, contribuyendo a la confusión actual.

i) Tasa de referencia: la introducción de la tasa de pases en ene-17 fue concebida inicialmente como un reemplazo en términos de señal de la tasa de Lebac. Por casi dos meses, la tasa de Lebac -principal referencia de mercado para operadores- cayó por debajo del corredor pases, relegando a éste un plano testimonial si se atiende al volumen que tenían entonces el volumen de pases del sistema financiero;

El ARS se despega del resto en Diciembre
Cotización vs USD



Tesoro Nacional es el principal factor de expansión de la base monetaria
Ultimos 12 meses – en ARS millones



De 15.20 a 20.15: cuando recuperar el atractivo del carry trade beneficia a todos

ii) Lebacs: en mar-17 el Banco Central reacciona e interviene toda la curva reubicando la tasa de corto plazo de Lebac dentro del corredor de pases. La tasa de pases queda fija entre abril y octubre y la pendiente de la curva se convierte en parte importante del mensaje. La introducción de las Letes y los cambios regulatorios que impidieron a las cias de seguros dejan sin efecto esta señal. Banco Central sube la tasa de pases en noviembre.

iii) Tipo de cambio: en el esquema original, el valor del peso se determinaría a partir de condiciones de mercado. Esta visión cambió en abril-17, cuando la autoridad monetaria decide implementar un "programa de acumulación de reservas", un eufemismo por el que intervino en el mercado en Abr-17 para evitar la apreciación excesiva del tipo de cambio que estaba provocando el aumento de las tasas locales. El programa se abandona un mes más tarde, con la eclosión de la crisis de Brasil y el Banco Central cambia de lado del mostrador y vende divisas para contener el aumento de incertidumbre derivada de las elecciones primarias.

Más allá de los aciertos o errores de la gestión de la política monetaria -algunos admitidos por propio Banco Central-, el cambio de contexto internacional (endurecimiento de las condiciones de política monetaria en EEUU y suba de expectativas de inflación del USD) dejó al descubierto algunas de estas fisuras y, especialmente, puso en primer plano el impacto negativo de la serie de decisiones que tomó el gobierno nacional en detrimento de la eficacia y credibilidad de la gestión monetaria: i) dominancia fiscal; ii) limitación de la base inversora que podían acceder a Lebacs, instrumentos fundamentales de esterilización, y; iii) introducción de Letes que competían por la base de fondeo. El cuadro se completa con la modificación "sorpresa" de la meta que derivó en una baja de tasas, a contramano de lo que había decidido el Banco Central sólo un mes y medio antes.

Doble efecto: Peso se deprecia vs un USD q se debilita globalmente

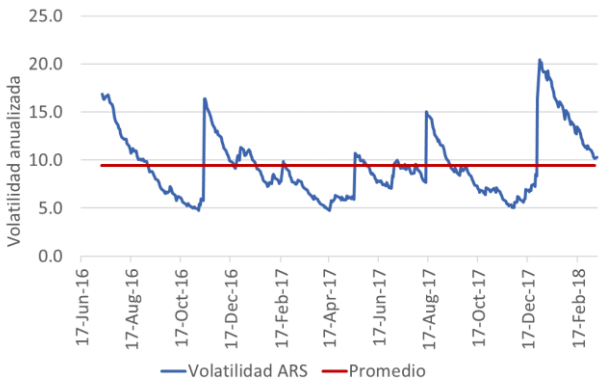
	ITCRM	ITCR USD	ITCR Brasil	ITCR China	ITCR Euro
12-Dec-17	84.7	78.9	97.1	77.1	81.0
8-Mar-18	97.3	87.7	110.5	91.6	93.9
Variación	14.8%	11.1%	13.8%	18.8%	16.0%

Tipo de cambio real en niveles máximos de dos años

De 15.20 a 20.15: cuando recuperar el atractivo del carry trade beneficia a todos

El combo de ruido político en la gestión económica fue demasiado para el Peso. La depreciación del tipo de cambio que tuvo lugar desde el 12-dic excede los factores que usualmente sirven para explicar sus variaciones. La moneda local se depreció 16.7% vs el USD, en un período donde el resto de las monedas emergentes se movieron en sentido contrario. Aún con un contexto internacional adverso, el shock externo no es una explicación convincente.

Volatilidad cambiaria está volviendo a niveles promedios



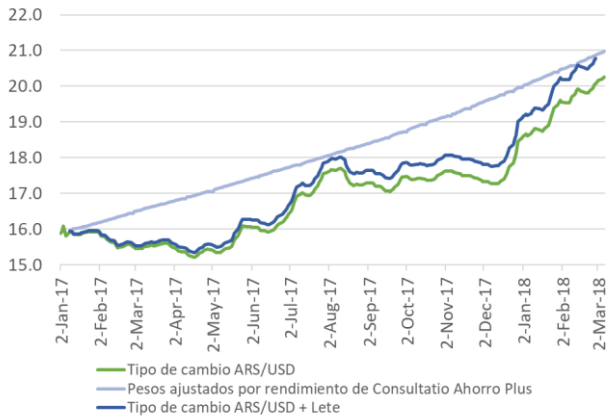
La nueva estrategia: recuperar el encanto del carry trade

La nueva estrategia del Banco Central parece tener dos objetivos, con el tipo de cambio actuando simultáneamente de instrumento y objetivo: i) limitar la volatilidad cambiaria (esto es lo que ensayó a través de las primeras "micro intervenciones" de la primera mitad de la semana), y; ii) contener las expectativas de depreciación del peso con intervenciones mas fuertes, como lo viene haciendo desde el jueves.

Limitar la media depreciación de la moneda local y contener su volatilidad (dispersión) es clave y funcional a objetivos que satisfacen a las dos partes involucradas.

Al Banco Central le permite estabilizar (¿y revertir?) el deterioro de expectativas de inflación que arrastra desde Septiembre pasado, y devolverle credibilidad a las metas 2018, asi como al propio Banco Central.

La nueva estrategia: recuperar el encanto del carry trade



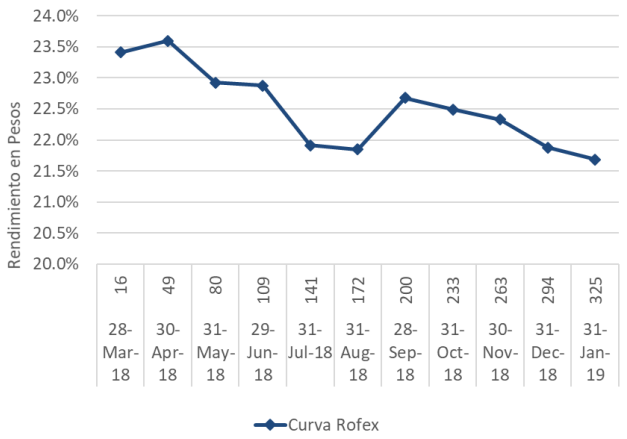
De 15.20 a 20.15: cuando recuperar el atractivo del carry trade beneficia a todos

Por su lado, la estabilización de las expectativas de depreciación le permite al Tesoro Nacional asegurar la estabilidad del fondeo en Pesos a costos razonables. Este punto adquiere especial relevancia en el contexto de las declaraciones de la semana pasada del Ministro Luis Caputo respecto de la intención de completar el 45% del programa financiero pendiente con emisiones denominadas en pesos.

En esta configuración, las dos consecuencias de inversión más relevantes son: los activos en pesos vuelven a ganar atractivo, liderados por Lebacs cortas para aquellos que tengan acceso. En segundo lugar, el riesgo de asumir duración en la curva de bonos en USD disminuye, aún con un contexto internacional que todavía no se ha estabilizado totalmente.

El mercado parece recién estar incorporando este cambio. Al dia de hoy la mesa del BC completaba su tercer día de ventas por encima de USD 120 millones diarios. Pero el costo de cobertura de tipo de cambio, no registraba una caída de magnitud.

Costos de cobertura todavía no convalida la nueva estrategia



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 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 d e 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 deasumir, 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.