Viernes
04



# Now we are talking

## Resumen y conclusiones

- El gradualismo le pasa factura al gobierno.
- Los anuncios de hoy contienen dos mensajes: en el corto plazo, compró más tiempo para calmar el frente cambiario subiendo la tasa de interés por tercera vez en una semana. A cambio, prometió acelerar la consolidación fiscal.
- Hasta tanto las promesas se materialicen, la acción estará centrada en el Congreso Nacional: ¿Cuánto puede avanzar el gobierno en la agenda de reformas que se había propuesto luego de ganar las elecciones?
- Con un Banco Central que recupera margen de maniobra, esperamos que las medida estabilicen el frente cambiario y le dé un sostén a los bonos en USD.
- En acciones, los precios están a niveles en pesos similares a los que tenían en octubre pasado es decir, sin contemplar la inflación de 11.52 % ni la depreciación de 19.6% del tipo de cambio acumulada desde entonces. Aún con valuaciones muy atractivas, la incertidumbre persiste.

José M. Echagüe
Estratega

Emiliano Zenarruza
Analista

+54 11 2206 2206

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

# Now we are talking

El costo del silencio fue alto: USD 5343 millones en reservas, 6.6% de depreciación del tipo de cambio y 70 puntos básicos de aumento de prima de riesgo país. Después de dos semanas de mutismo, el gobierno finalmente convocó a una conferencia de prensa en el día de hoy para anunciar y explicar medidas que contengan la corrida contra el Peso.

Los anuncios de hoy contienen dos mensajes: en el corto plazo, se compró tiempo para calmar el frente cambiario subiendo la tasa de interés por tercera vez en una semana: 300 puntos básicos el viernes pasado, 300 puntos básicos ayer y 600 puntos básicos hoy. El gradualismo en finanzas es un lujo caro, aunque sea pague en cuotas. Además de subir las tasas, el BCRA amplió el corredor de pases, de forma tal de darse mayores grados de libertad para intervenir en las tasas de Lebacs. El rango hoy es 33.5% de piso y 47.5% como techo. Llegados a este punto, entendemos que la medida va a surtir efecto y el mercado de cambios tenderá a estabilizarse. Dicho esto, la duda más importante que se despeja es que el Banco Central recobra margen de maniobra para gestionar la coyuntura monetaria y cambiaria. Si su titular hubiese sido parte de la conferencia de prensa, el mensaje sin dudas hubiese sido más contundente.

Habiendo pagado por tiempo, la pregunta que sigue es para qué. La respuesta la dió el propio Dujovne: sin dar precisiones, anunció que la meta fiscal para este año es revisada hacia el alza, con un objetivo de déficit primario que pasa de 3.2% a 2.7% del PBI.

La promesa apunta en la dirección correcta y tiene muchas chances de ser cumplida: en el corto plazo la recaudación se beneficia de una inflación y tipo de cambio mayor al previsto en el presupuesto. Pero en el mejor de los casos, los beneficios del anuncio se materializarán a medida que se acerque fin de año, cuando su verosimilitud sea más palpable.

Mientras tanto, la acción pasará por otro lado: ¿Cuánto puede avanzar el gobierno en la agenda de reformas que se había propuesto luego de ganar las elecciones? Los catalizadores de corto plazo son 3 y están concentrados en el Congreso Nacional: i) ¿qué costo político deberá pagar para resolver la crisis política que desató la discusión del sendero de ajuste de las tarifas? ii) ¿cuándo podrá concretar la promulgación de leyes que están en el limbo desde hace meses, tales como la Ley de financiamiento productivo (ley de mercado de capitales), y iii) ¿en qué momento volverá a aparecer en la agenda la reforma laboral y la del sistema previsional?

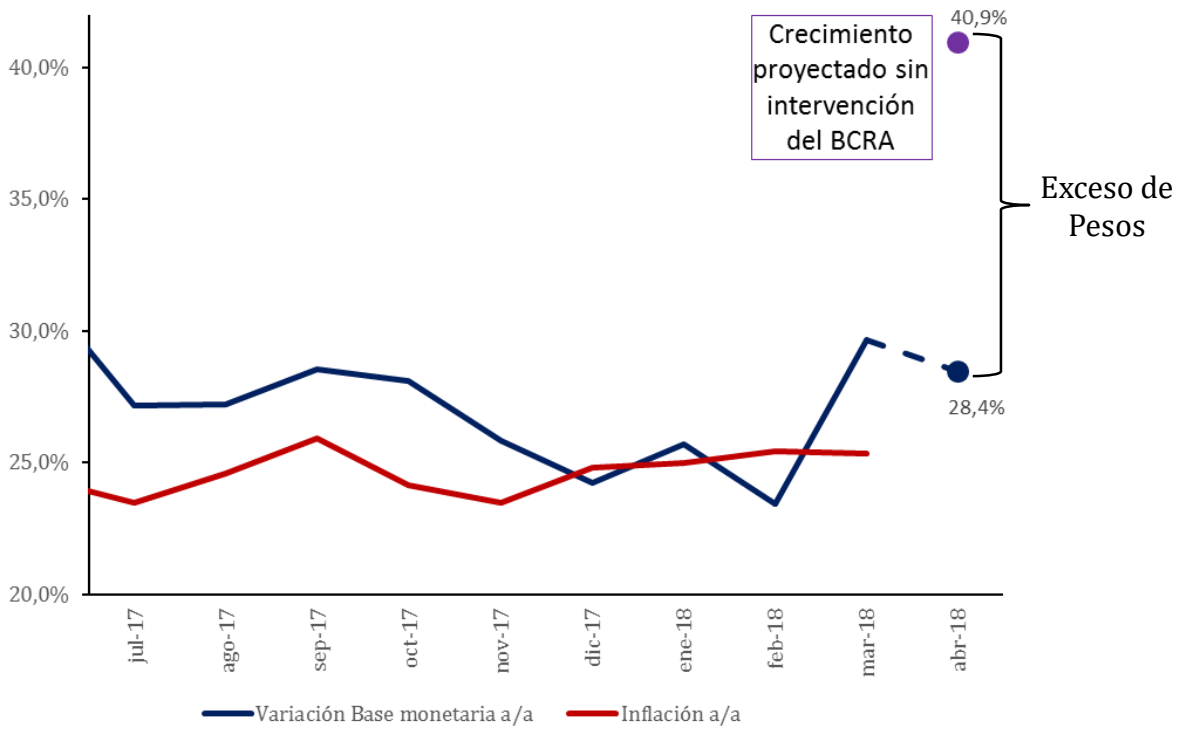
# Now we are talking

## Mercados

Sin un deterioro relevante del contexto internacional (apreciación adicional del USD), esperamos que las medidas tengan impacto rápido para estabilizar el tipo de cambio. La medida de suba de tasas es fuerte, y la experiencia (suba de tasas a 38% en abr-16) muestra que también es efectiva. Hoy resulta muy caro apostar en contra del peso desde estos niveles de tasa y tipo de cambio real, que cotiza prácticamente en los mismos niveles que a la salida del cepo cambiario, en diciembre de 2015.

A favor de esta visión esta también la coyuntura monetaria. Luego de haber vendido USD5700 millones de pesos en los últimos 30 días, el notable exceso de pesos en circulación se redujo de manera significativa. Sin esa mega absorción, el crecimiento de los pesos en circulación hubiese alcanzado 41% interanual. Luego de la intervención, lo hace hoy al 28.8% a/a, un valor que sin embargo es todavía alto si se compara respecto de los objetivos de inflación del BCRA.

Intervención cambiaria da cuenta de exceso de pesos en circulación



# Now we are talking

Si bien es pronto para anticipar cuál será el comportamiento del Banco Central en las próximas semanas, es esperable que esta sobre reacción de tasa no dure demasiado tiempo. En marzo de 2016 la tasa de 38% se mantuvo durante 7 semanas, y luego bajó 600 puntos básicos en las siguientes 6 semanas. Las Lebacs más largas pueden resultar atractivas durante este período como forma de posicionarse frente a la futura baja.

Los bonos en USD también se vuelven atractivos en este contexto. En muchos casos están en precios mínimos de los últimos dos años, y cercanos a máximos de spreads vs tasas internacionales y rendimientos de pares como Brasil. El tramo corto de la curva es donde primero estamos viendo aparecer compradores. El atractivo del tramo largo será mas sensible al flujo de noticias que surjan del Congreso, una proxy del grado de avance que vaya mostrando el gobierno en torno a las reformas estructurales pendientes.

En acciones la incertidumbre es mayor, ya que el aumento de tasas de interés impacta negativamente y su evolución es mucho más sensible a la concreción del cronograma de reformas. Hoy después de un comienzo de la rueda auspicioso, las bajas comenzaron a profundizarse dando cuenta de que en ese punto las medidas no fueron suficiente para recomponer la confianza. En promedio, los precios están a los mismos niveles que tenían en octubre pasado en pesos, es decir, sin contemplar la inflación de 11.52 % ni la depreciación de 19.6% del tipo de cambio acumulada desde entonces. Aún con valuaciones que son muy atractivas, todavía no es claro donde está el piso del Merval.

# 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.