

Aviso próximo Vto. LEBACs | Licitación LEBACs 17/07/18 / #ALERTA: Estrategia de Activos

Nos ponemos en contacto con Ud. para recordarle su vencimiento de LEBAC que opera el próximo 18 de Julio del corriente. Asimismo, **le indicamos que la licitación de LEBACs para renovar -total o parcialmente- el vencimiento indicado se realizará el próximo martes 17 de Julio del corriente año.**

Panorama internacional:

Las condiciones internacionales siguen fomentando el desplazamiento de los capitales desde los activos financieros de mayor riesgo a los más seguros (Bonos del Tesoro de los EEUU o el oro), como reacción a la aparición de situaciones de riesgo o incertidumbre en el contexto político-económico mundial.

Tal cambio de portafolio expone aún más al sector financiero a shocks negativos de los países denominados emergentes o con altas dependencias al financiamiento externo debido al deterioro de las condiciones crediticias.

La tasa de los bonos del tesoro de Estados Unidos, considerada libre de riesgo se ha mantenido en los actuales 2,829, al momento de escribir este informe, alejados de la zona de 3% considerado clave para los analistas.

El mes pasado la FED (Reserva Federal de Estados Unidos) estableció las tasas de los tipos de interés en un rango entre el 1,75% y el 2% en la que sería la segunda subida en este 2018. La suba en esa oportunidad fue de 0,25%. Este tono más contractivo impone más presión a los mercados emergentes. Las autoridades de la FED podrían incluso elevar sus proyecciones, sugiriendo la posibilidad de cuatro alzas del precio del dinero para este año, en lugar de las tres delineadas en marzo.

1 | P á g i n a

Mientras el índice que mide el valor del dólar estadounidense con relación a una canasta de 6 monedas en las cuales se encuentra el Euro, Yen japonés, libra Esterlina, Dólar Canadiense, Corona sueca y Franco Suizo, ha subido desde un valor de un valor de 93,01, que cotizaba en mayo, a los actuales 94,28; lo que implica una apreciación de la moneda estadounidense del 6,06%. La aprobación de la reforma fiscal en USA en los últimos días del mes de Diciembre prevé un recorte masivo de impuestos, que se cifra en 1,5 billones de dólares, lo que obligara a la principal economía del mundo a emitir deuda para financiar la baja de los ingresos fiscales. Estas medidas elevarán la deuda que actualmente roza los 21,15M billones de dólares, elevando también la tasa de interés de los mismos.

El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) emitió un comunicado sobre su decisión con respecto a las tasas de interés y difundió sus nuevas previsiones macroeconómicas. Esta reunión se produce después de los últimos indicadores económicos positivos de los Estados Unidos, con una tasa de desempleo que se situó en el 3,8% en mayo (la más baja desde el año 2000).

El índice de precios al consumo (IPC) subió un 0,1 % en junio en EEUU con respecto al mes anterior y la tasa interanual se situó en un 2,9 %, la mayor desde 2012, lo que confirma las presiones inflacionarias y da argumentos a la Reserva Federal (Fed) para continuar con su estrategia alcista. La inflación subyacente, que excluye los precios de la energía y alimentos por su mayor volatilidad, se situó en el 0,2 % en junio, mientras que comparado con junio del año pasado registró un incremento del 2,3 %, de acuerdo al informe divulgado hoy por el Gobierno.

La Fed ya elevó las tasas de interés en marzo y para los mercados el apretón monetario tenía un 80% de probabilidades de ocurrencia. En ese contexto, Powell ha insistido en que la Fed llevará a cabo un "gradual

ajuste" monetario, para acompañar el buen desempeño de la economía estadounidense.



En la zona del Euro, el Banco Central Europeo mantendrá los tipos en mínimos récord durante el tiempo que sea necesario para impulsar la inflación y sus indicaciones sobre tipos de interés deberían considerarse sin plazo definido, según las actas de la última reunión de política monetaria de junio hechas públicas el jueves. Las mismas se encuentran en 0% desde que ha comenzado el programa de estímulos monetarios. En su última reunión el BCE indicó a los mercados que los tipos permanecerían estables "hasta el verano" de 2019 tras su reunión del mes pasado, cuando también anunció que finalizaría su programa de compras de bonos por 2,6 billones en diciembre, poniendo fin a su programa de estímulos sin precedentes.

2 | P á g i n a

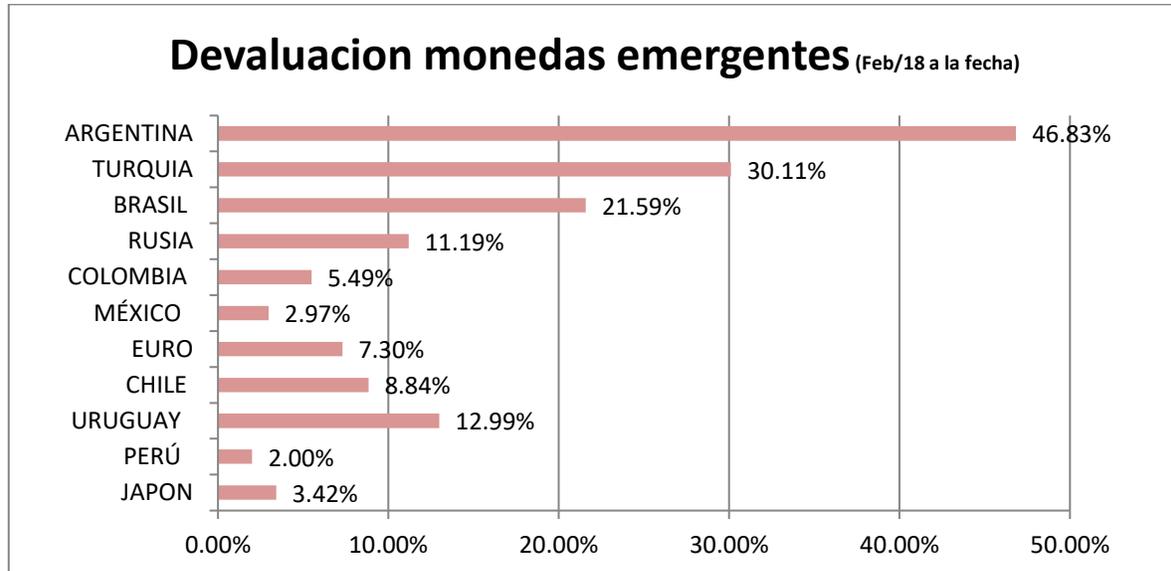
Si bien la actividad económica mundial continuó mejorando en los últimos meses, tanto en los países avanzados como emergentes; el creciente número de medidas proteccionistas que han adoptado algunos países han incrementado la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Estas medidas aún no impactaron en las proyecciones de crecimiento global pero, de profundizarse, afectarían las perspectivas de crecimiento y a los mercados financieros. Los indicadores líderes de actividad de las principales economías se encuentran en todos los casos en zona de expansión, aunque muestran en el margen cierta desaceleración que sería momentánea de acuerdo a las proyecciones de crecimiento para 2018 y 2019 del FMI.

En cuanto a Brasil, nuestro principal socio comercial, continúa el pesimismo por la incertidumbre sobre la recuperación económica del país. Los analistas del mercado financiero prevén que Brasil crecerá por debajo del 2 % en 2018 e igualmente redujeron su proyección para la expansión económica del país en 2019, según un sondeo divulgado por el Banco Central. También redujeron su previsión para la expansión económica del país en 2019 desde el 3 % hasta el 2,80 %.

El PIB de Brasil crecerá por debajo de lo esperado en 2018 y con mayor inflación, se espera que la inflación llegue al 3,6% en 2018, por encima del 3,5%, que se esperaba hasta la fecha. En 2019 se espera que llegue al 4%. También se modificaron las expectativas sobre la tasa de interés, calculadas en 6,5% en el último sondeo, contra el 6,25% calculado en el anterior reporte.

El real no fue ajeno a la devaluación que afectó a numerosas monedas de países emergentes hace dos semanas. Además, los problemas políticos presionan tanto al real como a la economía brasilera, teniendo en cuenta que las elecciones generales en Brasil son el 7 de Octubre de este año.

Debido a los efectos antes descriptos todas las monedas sufrieron el efecto de subas de tasa y aumento en la volatilidad de los mercados, marcando una acelerada depreciación en estos últimos dos meses.



Contexto Nacional

El cierre del programa Stand By por USD 50.000 millones y una duración de 36 meses que el gobierno ha cerrado con el Fondo Monetario Internacional, sumado a las medidas tomadas tanto en política monetaria como fiscal han logrado bajar la volatilidad del mercado cambiario, en las primeras semanas de Julio. Luego del acuerdo con el FMI, el BCRA se retiró del mercado cambiario, resultando la intervención oficial exclusivamente dada por las subastas de dólares del Tesoro provenientes, precisamente, de los desembolsos de este acuerdo.

Para diciembre de 2019, el gobierno se compromete a proporcionar autonomía financiera al Banco Central, con un nivel adecuado de capital. Como parte de este proceso, el Ministerio de Hacienda tiene la intención de recomprar gradualmente una porción significativa de Letras Intransferibles del Ministerio de Hacienda en poder del Banco Central. Este repago de los pasivos del gobierno en poder del Banco Central se utilizará para quitar pesos del mercado, lo que disminuirá la dependencia del Banco Central de la emisión de LEBAC para este fin. Para facilitar este proceso, se establecerá un comité coordinador de la gestión de la deuda con funcionarios de alto rango del Ministerio de Hacienda y el BCRA, que se reunirá semanalmente y coordinará actividades relacionadas con la esterilización y los planes de emisión de deuda.

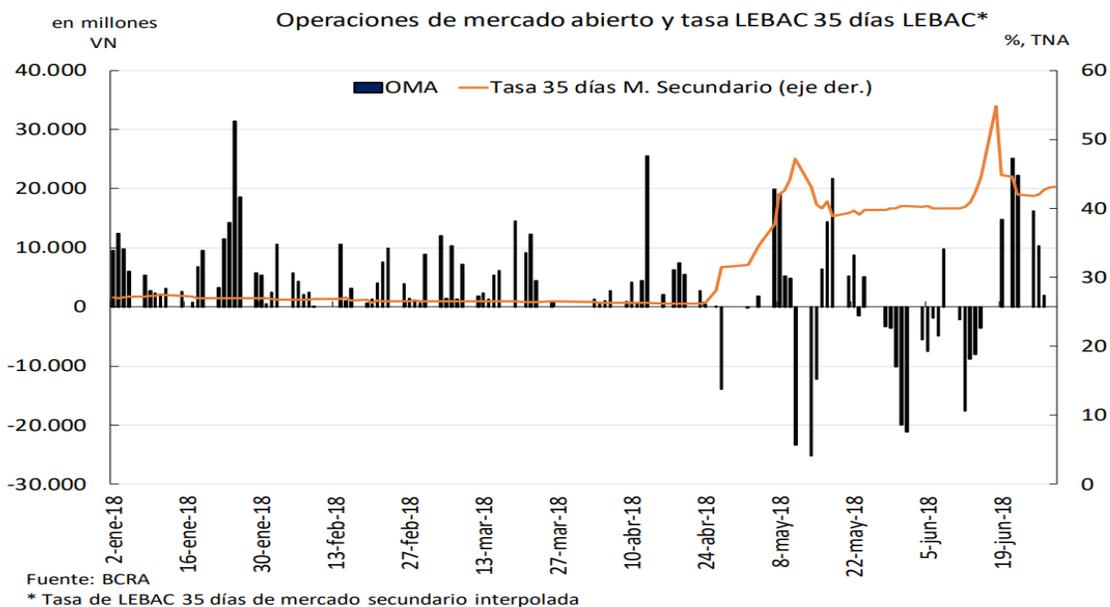
El Banco Central de Argentina dispuso subir los encajes bancarios en tres puntos porcentuales, al 26%, en el marco de la política contractiva que está llevando adelante el Gobierno para tratar de limitar la alta inflación doméstica. El mes pasado, la entidad monetaria había elevado los encajes para colocaciones en caja de ahorro y cuenta corriente en 3 puntos porcentuales, a un 23 por ciento. Adicionalmente a ello, queda pendiente la suba de otros 2 puntos más a partir del 18 de julio y no se descarta una suba de 1% mas para este mes. Esta suba de 3% en los encajes en los encajes pactada para el 18 del corriente genera una absorción de liquidez de aprox. \$60.000 Mil millones. La medida implica retirar pesos del mercado, enfría el crédito y además obliga a los bancos a desprenderse de un porcentaje de las LEBAC que mantienen en cartera.

En un comunicado siguiente el BCRA dispuso la reducción del límite de la posición global neta positiva de moneda extranjera computada en saldos diarios de 10% a 5% de la responsabilidad patrimonial computable (RPC) o de los recursos propios líquidos (lo que sea menor) de las entidades. Con el objetivo de darle dinamismo al mercado secundario de Letras del Tesoro Nacional en Moneda Extranjera, se flexibilizaron los requisitos para que los bancos puedan adquirir estos instrumentos en el mercado secundario y se eliminó el tope vigente de 15% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) para considerar garantía preferida al descuento de documentos.

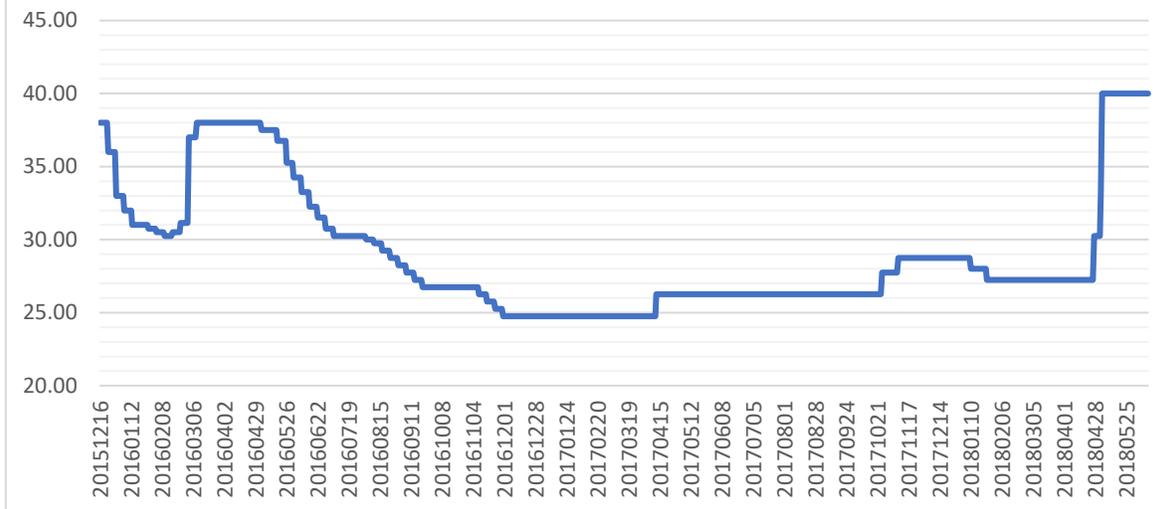
Luego del acuerdo, el Ministerio de Hacienda, en un intento por dar señales de tranquilidad a los mercados, redujo la meta de disminución del déficit primario de 3,2% a 2,7% en relación al PBI. Explicaron que para cumplirla deberán sacrificarse gastos de capital (obra pública) por alrededor de ARS 30.000 millones y finalmente, las nuevas metas de inflación, establecidas en coordinación con el nuevo programa fiscal, son 17% para 2019, 13% para 2020, 9% para 2021 y 5% para 2022.

El martes 10 de Julio, en su reunión semanal el Banco Central de la República Argentina (BCRA) decidió mantener la tasa de política monetaria en 40%. Considerando los antecedentes descriptos, el BCRA mantendrá el actual sesgo contractivo de la política monetaria hasta que la trayectoria de la inflación, así como la inflación esperada, se alinee con la meta de diciembre 2019.

Adicionalmente el BCRA estuvo interviniendo en el mercado secundario de Lebac durante todo el mes de junio y julio afectando las tasas y reforzando las señales de política monetaria. La posición del BCRA en el mercado fue netamente compradora.



Tasa de política Monetaria



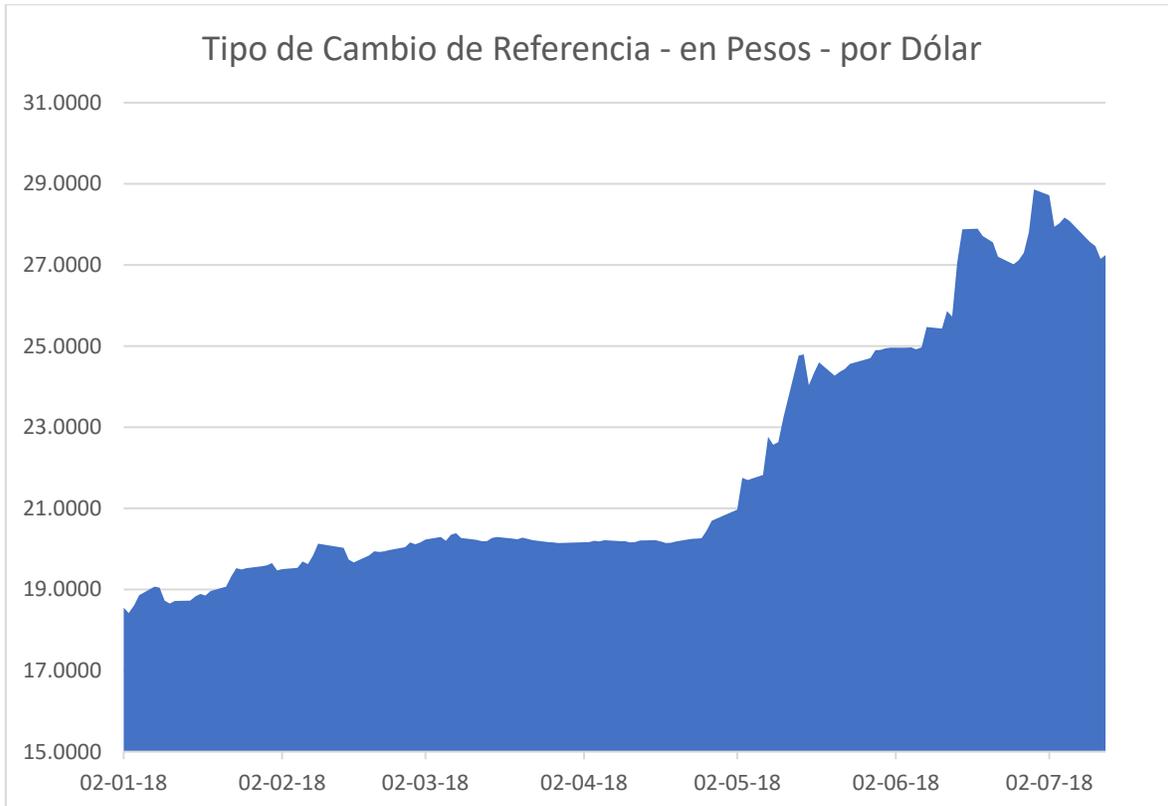
El día 20 de Junio la empresa calificadora Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI) otorgó a la Argentina la categoría de "mercado emergente". A través de un comunicado señaló que "se reclasificará" a la Argentina que, hasta ahora, calificaba como "mercado fronterizo". MSCI es un ponderador estadounidense de fondos de capital de inversión, de carteras de emisión de deuda, de indicadores de mercados de valores y de fondos de cobertura, entre otros instrumentos financieros. Tras dejar de ser considerado un "mercado de frontera", se habilitarán a fondos internacionales a adquirir activos argentinos, lo cual podría traducirse en un impulso al sistema financiero local.

En cuanto al índice de tipo de cambio, se encuentra en valores cercanos a 116,40 teniendo en cuenta nuestros principales socios comerciales.

Tipo de cambio real (base 100 = 17/12/2015)

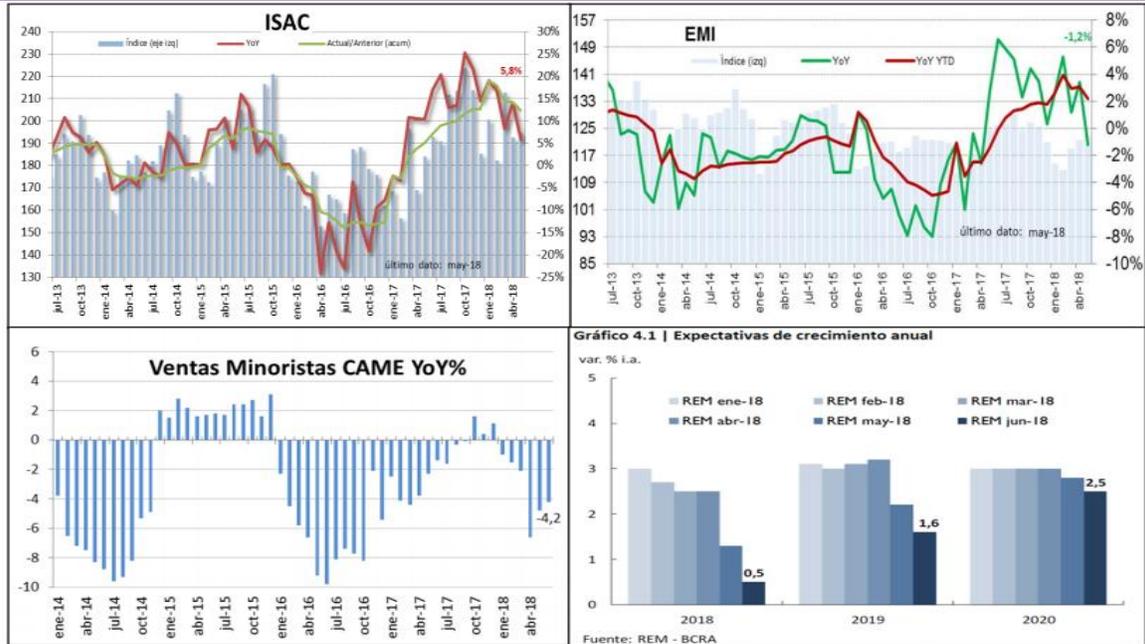


El tipo de cambio nominal se depreció desde comienzos de junio a la fecha un 9.15%. Mientras que en el transcurso del año lleva una depreciación acumulada de 46.88%, disminuyendo desde su valor máximo en 28.86 un 5.921%.



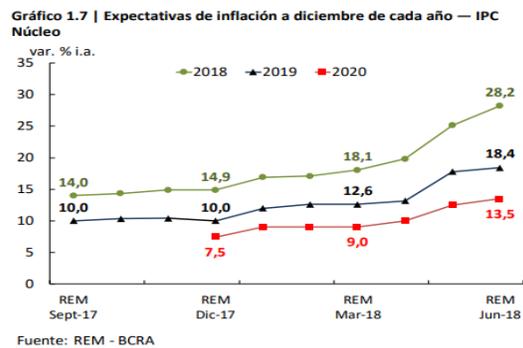
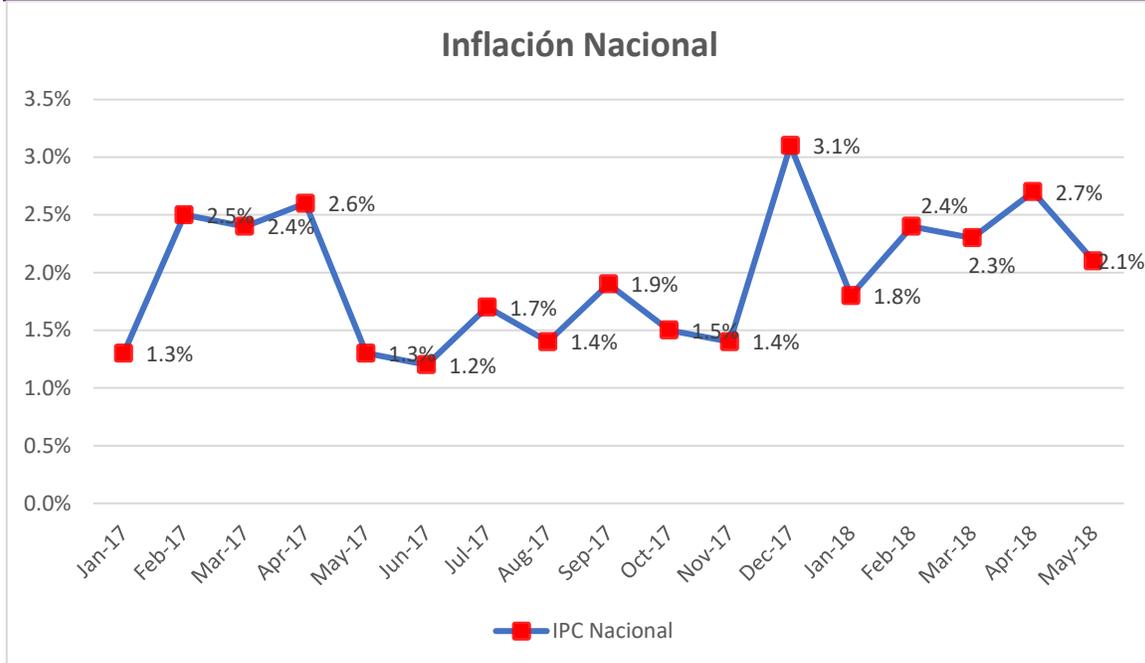
Los indicadores de alta frecuencia muestran una aceleración de la inflación en junio. La misma refleja los efectos directos e indirectos de la reciente inestabilidad cambiaria. Si bien las expectativas del mercado volvieron a elevarse en la última medición, en parte respondiendo a la variación del tipo de cambio entre fines de mayo y fines de junio, los últimos datos disponibles muestran una desaceleración de la inflación a partir de julio. Sin embargo, la perspectiva actual sigue demandando el mantenimiento del sesgo contractivo de la política monetaria.

La actividad económica siguió creciendo hasta el mes de marzo, pero indicadores de abril mostraron el impacto directo de la extraordinaria sequía que afectó las cosechas de soja y maíz. A partir de mayo, se sumó el efecto ingreso que la reciente aceleración inflacionaria está generando y el subsecuente endurecimiento de las condiciones crediticias. En el tercer trimestre se espera que la normalización de los mercados financieros y la recuperación de la producción agrícola irán contribuyendo gradualmente a una mayor actividad económica, pero la experiencia reciente sugiere que la misma puede tardar algunos meses más en recuperar su anterior vigor. En consecuencia, se estima que el crecimiento del PBI se desacelere en 2018, antes de retomar tasas superiores en 2019.



En el informe, publicado el día 3 de julio de 2018, el BCRA difundió los resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Los resultados del REM indicaron un incremento de las expectativas de inflación respecto de la encuesta previa, proyectando hacia adelante un sendero de inflación a la baja. Para 2018 la inflación esperada (nivel general) subió a 30,0% i.a, al tiempo que la inflación núcleo esperada aumentó hasta 28,2% i.a. Los analistas esperan que, tras un aumento transitorio, la inflación vuelva a caer en los próximos meses hasta ubicarse en un 1,8% mensual en el último trimestre del año. Se espera que la inflación núcleo para diciembre sea de 1,5% mensual. Para los próximos 12 meses la inflación pronosticada ascendió a 24,2% i.a. Para 2019 la expectativa de inflación alcanzó 20,2% i.a. para el nivel general y 18,4% i.a. para el núcleo (+0,6 p.p.). Para 2020 la variación prevista para el nivel general de precios subió hasta 15,0% i.a, y para la inflación núcleo se elevó hasta 13,5% i.a. (+1,0 p.p.).

Los datos de inflación de mayo, publicados por el Indec los primeros días de julio dan cuenta que la inflación en relación con el mes anterior; lo que implicaría un acumulado anual de 11.9% en los primeros 6 meses del año.

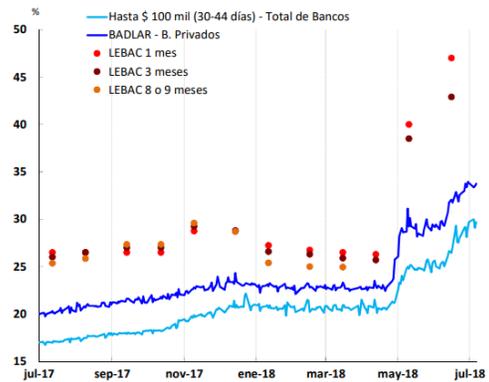


Los rendimientos de las Lebac en el mercado secundario experimentaron una suba respecto de la licitación anterior (día 21 de junio), llegando a niveles de niveles que implican entre un 17% y 14% de tasas reales positivas (considerando una inflación esperada para el corriente año cercano al 30%).

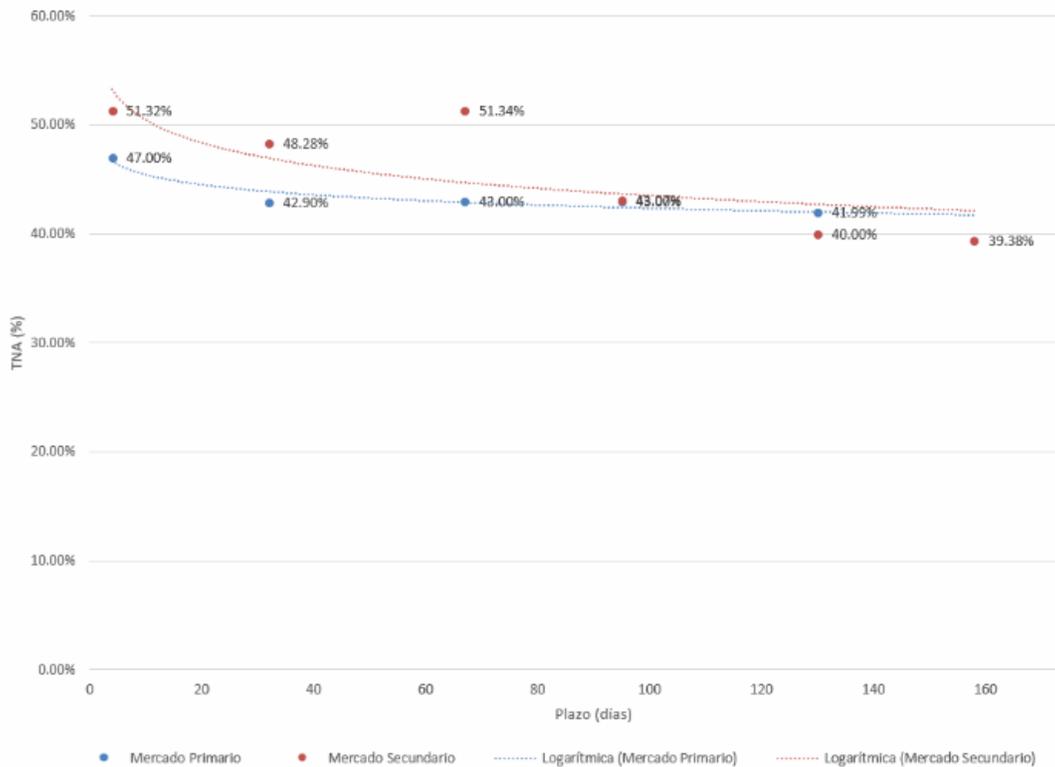
Tasas vigentes LEBACs

F_Vto	Plazo	Tasas ⁽¹⁾ Mdo. 1 ^{ro}	Tasas ⁽²⁾ Mdo. 2 ^{do}
18-jul-18	5	47,00%	51,45%
15-ago-18	33	42,90%	47,93%
19-sep-18	68	43,00%	47,00%
17-oct-18	96	43,00%	45,00%
21-nov-18	131	41,99%	45,36%
19-dic-18	159		43,00%

Tasas de Interés Pasivas y de LEBACs



Rendimiento de LEBACs (mercado primario y mercado secundario)



Asimismo las tasas de devaluación de dólar para lo que resta de 2018 y el primer semestre de 2019 en comparación a los rendimientos de Lebac son:

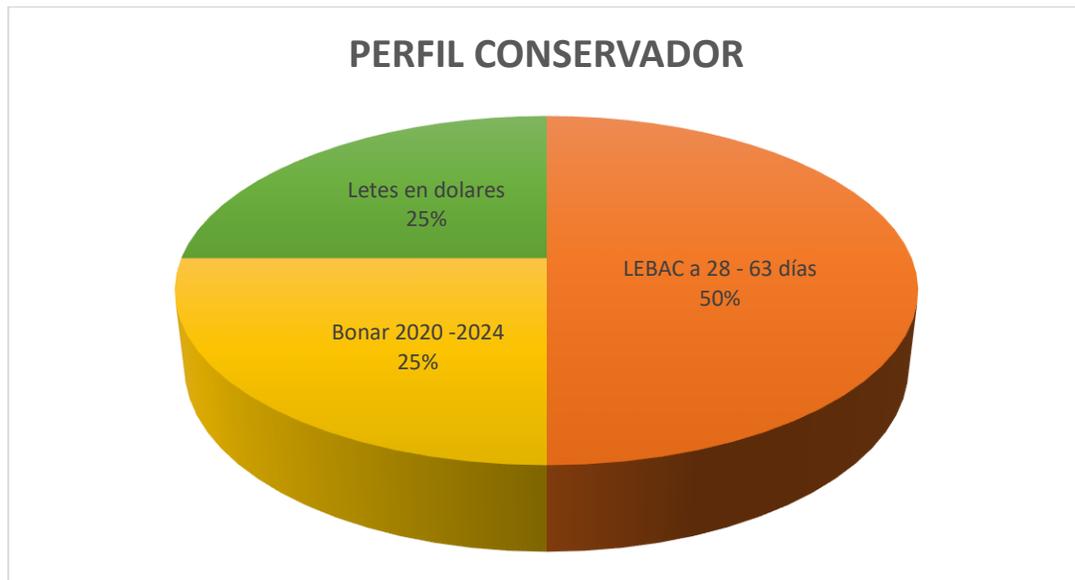
CONTRATOS FINANCIEROS - ROFEX						13/07/2018
Posición	Vto.	Plazo	\$/Contrato	\$/USD	TNA	TEA
Spot	13-jul-18			\$ 27,2467		
1º mes	jul-18	18	DLR072018	\$ 27,8500	44,90%	55,91%
2º mes	ago-18	49	DLR082018	\$ 28,9500	46,57%	57,10%
3º mes	sep-18	79	DLR092018	\$ 29,9200	45,33%	54,10%
4º mes	oct-18	110	DLR102018	\$ 30,9100	44,61%	51,98%
5º mes	nov-18	140	DLR112018	\$ 31,8500	44,05%	50,23%
6º mes	dic-18	171	DLR122018	\$ 32,7000	42,72%	47,61%
7º mes	ene-19	202	DLR012019	\$ 33,6500	42,47%	46,43%
8º mes	feb-19	230	DLR022019	\$ 34,4500	41,95%	45,10%
9º mes	mar-19	261	DLR032019	\$ 35,2000	40,82%	43,07%
10º mes	abr-19	291	DLR042019	\$ 36,0000	40,30%	41,83%
11º mes	may-19	322	DLR052019	\$ 36,6500	39,12%	39,94%
12º mes	jun-19	352	DLR062019	\$ 37,3000	38,26%	38,49%

En atención a todas las consideraciones anteriores, **les enviamos las siguientes estrategias para el actual vencimiento:**

A. PERFIL CONSERVADOR:

CONSERVADOR:

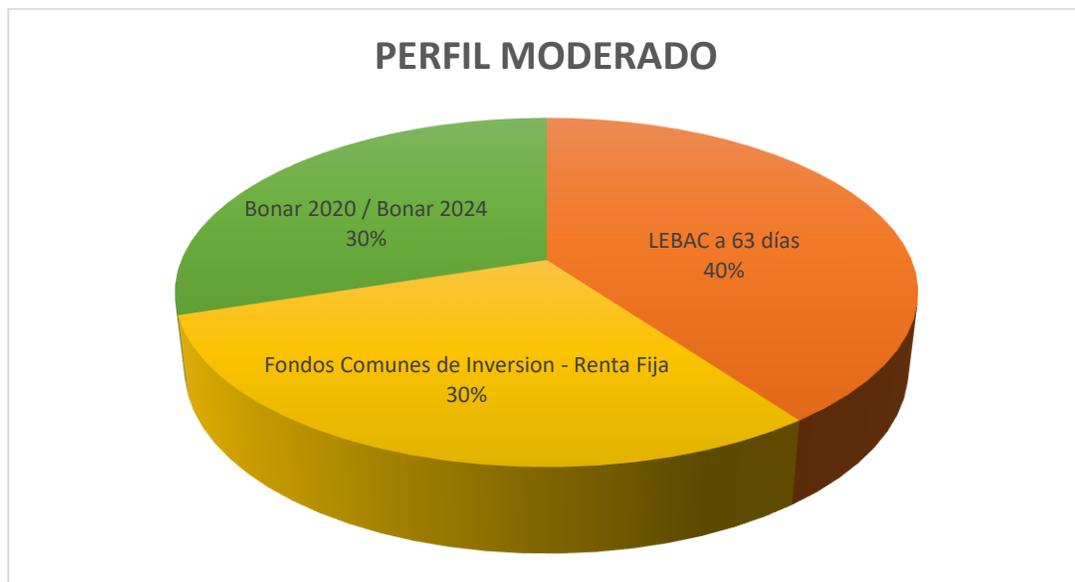
- ✓ **RENOVAR** el 50% del Vto. de LEBACs a **LEBACs de hasta 56 días**. La estrategia de invertir en los tramos cortos tiene el objetivo de capturar una mayor tasa y reinvertir los intereses, dado que por ahora no vemos una pronta disminución de las tasas para invertir en plazos más largos.
- ✓ **LICITAR** por el 25% del Vto. de LEBACs, LETES (Letras del Tesoro) cortas en USD (modified duration: 0,6 años y TIR: 4,3% anual). Dado que la próxima licitación de LETES en USD es el miércoles 25/07/18, sugerimos colocar los fondos transitoriamente en cauciones bursátiles en moneda nacional.
- ✓ **COMPRAR** por el 25% del Vto. de LEBACs:
 - **Bonos soberanos en USD del tramo corto de la curva de rendimientos:** BONAR USD 2020 (**AO20**) (modified duration: 2,0 años, TIR: 6,7% anual, cupones en abril y octubre).
 - **Bonos soberanos en USD del tramo corto de la curva de rendimientos:** BONAR USD 2024 (**AY24**) (modified duration: 2,7 años, TIR: 7,8% anual, cupones en mayo y noviembre).



B. PERFIL MODERADO:

MODERADO:

- ✓ **RENOVAR** el 40% del Vto. de LEBACs con **LEBACs de hasta 56 días**. La estrategia de invertir en los tramos cortos tiene el objetivo de capturar una mayor tasa y reinvertir los intereses, dado que por ahora no vemos una pronta disminución de las tasas para invertir en plazos más largos.
- ✓ **COMPRAR** por el 30% del Vto. de LEBACs:
 - **Bonos soberanos en USD del tramo corto de la curva de rendimientos:** BONAR USD 2020 (**AO20**) (modified duration: 2,0 años, TIR: 6,7% anual, cupones en abril y octubre).
 - **Bonos soberanos en USD del tramo corto de la curva de rendimientos:** BONAR USD 2024 (**AY24**) (modified duration: 2,7 años, TIR: 7,8% anual, cupones en mayo y noviembre).
- ✓ **SUSCRIBIR** por el 30% del Vto. de LEBACs en Fondos de inversión de Renta Fija como ser:
 - **FCI Delta Renta:** Basado en el análisis macroeconómico, busca oportunidades de inversión en todas las curvas de renta fija argentina (fija en pesos, Badlar, Cer, Dólar, Dólar Linked, etc). El fondo tiene una duration flexible y puede invertir en varios tipos de instrumentos de renta fija argentina (bonos soberanos, bonos provinciales, bonos corporativos, etc.). Performance último año: 36,37% (<https://www.deltaam.com.ar/fondos/DeltaRenta.pdf>).
 - **FCI Balanz Subsoberano:** El fondo invierte en instrumentos de deuda pública subsoberana, tanto en moneda local como en USD, logrando captar los spreads de estos títulos con respecto a la curva soberana y sub-soberana. Esto le permite al inversor acceder a activos más sofisticados. Performance último año: 24,59% (https://cms.balanz.com/PFS/028053_ss20180706.pdf)



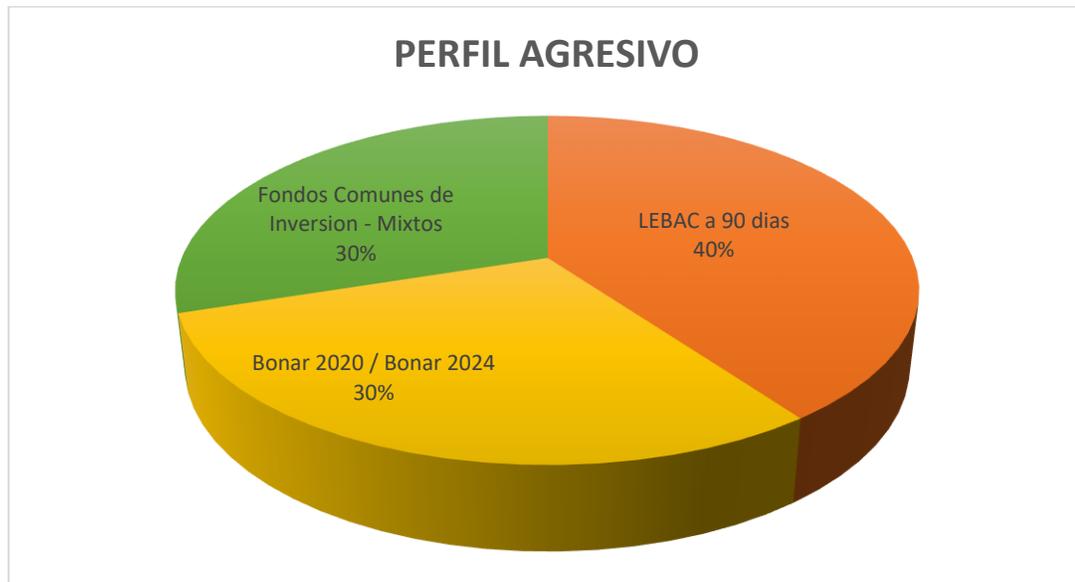
Fundamentos de la estrategia:

Los activos de renta fija en dólares soberanos y subsoberanos sufrieron fuertes bajas en línea con el aumento del riesgo país, las bajas de precio en el tramo corto de la curva estuvieron en el orden del 2% al 4%. Adicionalmente los bonos denominados en pesos aumentaron su rendimiento acompañando la suba del tipo de cambio en los meses de mayo y junio. Teniendo en cuenta una estabilización en el mercado cambiario, existen oportunidades en toda la curva de bonos argentinos denominados en pesos como en los denominados en dólares. Sumado a los efectos que se podrían ver respecto de la suba a “mercado emergente” de la calificadoros MSCI.

La alternativa que ofrecen los fondos, además de la diversificación, es el acceso a activos más sofisticados conservando la liquidez, ya que el plazo de rescate es en 48hs.

C. PERFIL AGRESIVO:

- ✓ **RENOVAR** el 40% del Vto. de LEBACs con **LEBACs hasta 90 días**. La estrategia de reinvertir y alargar el vencimiento tiene el objetivo de capturar una mayor tasa, dado una eventual disminución en las tasas de interés en los próximos meses.
- ✓ **COMPRAR** por el 30% del Vto. de LEBACs:
 - **Bonos soberanos en USD del tramo corto de la curva de rendimientos:** BONAR USD 2020 (**AO20**) (modified duration: 2.0 años, TIR: 6.7% anual, cupones en abril y octubre).
 - **Bonos soberanos en USD del tramo corto de la curva de rendimientos:** BONAR USD 2024 (**AY24**) (modified duration: 2.7 años, TIR: 7.8% anual, cupones en mayo y noviembre).
- ✓ **SUSCRIBIR** por el 30% del Vto. de LEBACs en Fondos de inversión de Renta Mixta como ser:
 - **FCI DELTA MULTIMERCADO I:** El fondo tiene como objetivo de inversión obtener rentabilidades absolutas positivas en el mediano / largo plazo. El estilo de gestión del fondo activo, basado en el análisis fundamental y la gestión del riesgo. Dentro de su portafolio de inversiones se destacan bonos y acciones tanto locales como globales. Performance último año: 24,54% (<https://www.deltaam.com.ar/fondos/DeltaMultimercadoI.pdf>).



Fundamentos de la estrategia

La incorporación de FCI de gestión activa a esta estrategia, además de la diversificación, tiene su sustento en posibilitar el acceso a activos más sofisticados (con mayor riesgo inherente y mayor retorno esperado) conservando la liquidez, ya que el plazo de rescate es en 48hs.

Finalmente, le solicitamos al efecto, comunicarse a partir del día 13/07/18, vía mail con nuestros oficiales de inversiones, **Lic. Benjamín Katz** (bkatz@bcch.org.ar) (cel: +54 362 4899436), y/o **Germán Vaque** (gvaque@bcch.org.ar) (cel: +54 362 4776138), o con el gerente general, **Lic. Julio Barrios Cima** (jbarrioscima@bcch.org.ar) (cel +54 362 4643706), o bien, se ponga en contacto con nosotros llamándonos a nuestros teléfonos 0362 / 4450710 / 4433330 / 4441147.