

## Actualización al 15/03/2019 – Análisis de Renta Fija (SMEF):

Durante las últimas semanas se observó un aumento en la volatilidad cambiaria lo que generó una reacción del BCRA, el cual anunció el día de ayer un cambio en su estrategia. Las autoridades ya venían tomando medidas para frenar una escalada a través de un aumento de las tasas de leliqs (promedio última licitación: 63,664%) tras haberse relajado con los resultados de febrero.

Pese a que la moneda extranjera se ha mantenido entre las bandas preestablecidas, el BCRA acaba de anunciar que:

- i. mantendrá el objetivo de crecimiento 0% mensual hasta fin de año,
- ii. eliminará el aumento estacional previsto para junio,
- iii. apuntará a un sobrecumplimiento de la meta monetaria hasta finales de año, y
- iv. ajustará los límites de la zona de no intervención del 2% mensual actual a 1.75% mensual durante el segundo trimestre de 2019.

Con todo esto, la meta de la base monetaria a fin de año sería del 10% inferior a lo establecido inicialmente. Asimismo, se comunicó que el Poder Ejecutivo enviará al Congreso un proyecto de ley para reformar la Carta Orgánica del BCRA y formalizar algunos de los cambios que ya se han venido implementando, principalmente respecto a sus objetivos para controlar la inflación y no financiar al fisco.

En su intento de reducir la inflación se puede interpretar que el BCRA está intentando mantener la cotización del peso respecto del dólar para evitar un pass-through, ya que en el último mes se observó un aumento del IPC en 3.8% producto justamente de un traslado de la depreciación de la moneda a precios locales junto con aumentos de tarifas. Dicho aumento, que terminó siendo superior a lo esperado, también generó un aumento en las expectativas de inflación para todo el año. No obstante, todavía se espera que descienda a más velocidad a partir de junio.

Dado el incremento en la inflación de febrero, hubo un fuerte rally en los bonos CER, llegando algunos bonos a comprimir hasta 60 bps, en la parte corta de la curva; mientras que la parte larga comprimió menos (alrededor de 20 bps) dada la falta de liquidez. Estos bonos siguen siendo atractivos junto con los BADLAR ya que se espera que las tasas permanezcan elevadas un tiempo más. Vale mencionar que algunos bonos provinciales tienen rendimientos superiores al 51% como, por ejemplo, PBD19 siendo uno de los más altos con 62.03%. Debajo adjuntamos la evolución de los rendimientos y precios de bonos en pesos:

### Rendimientos:

| Ajustable CER    | 14/03/19 | 05/02/19 | 10/01/19 | 19/12/18 | 12/11/18 | 12/10/18 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| BONCER 21 – TC21 | 8.66%    | 7.60%    | 11.3%    | 12.79%   | 7.88%    | 6.90%    |
| BONCER 23 – TC23 | 9.15%    | 8.21%    | 12.19%   | 11.31%   | 9.13%    | 7.68%    |
| BD + Spread      | 14/03/19 | 05/02/19 | 10/01/19 | 19/12/18 | 12/11/18 | 12/10/18 |
| Bocon 22 - PR15  | 54.70%   | 56.63%   | 61.80%   | 70.72%   | 71.33%   | 66.28%   |
| Bonar 22 - AA22  | 47.09%   | 51.74%   | 58.24%   | 65.36%   | 66.79%   | 61.36%   |

### Precios:

| Ajustable CER    | 14/03/19 | 05/02/19 | 10/01/19 | 19/12/18 | 12/11/18 | 12/10/18 |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| BONCER 21 – TC21 | 186.03   | 182.90   | 165.60   | 155.00   | 160.00   | 155.50   |
| BONCER 23 – TC23 | 125.12   | 127.00   | 107.40   | 107.00   | 106.50   | 106.50   |
| BD + Spread      | 14/03/19 | 05/02/19 | 10/01/19 | 19/12/18 | 12/11/18 | 12/10/18 |
| Bocon 22 - PR15  | 177.55   | 177.00   | 169.85   | 172.20   | 169.40   | 163.90   |
| Bonar 22 - AA22  | 109.24   | 108.00   | 102.20   | 106.15   | 104.90   | 102.00   |

Por otro lado, la curva de LECAPS está bastante aplanada con rendimientos entre 42% y 45.5%.

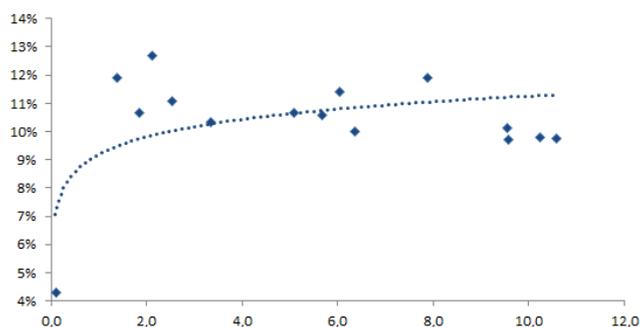
Una vez actualizado el análisis de la curva soberana en dólares, se observa que, los spreads tanto de la curva de Estados Unidos como la curva de Brazil volvieron a niveles de diciembre de 2018:

| Fecha      | Spread Prom. Treasuries | Spread Prom. Brasil |
|------------|-------------------------|---------------------|
| 01/04/2018 | 400                     | 200                 |
| 29/06/2018 | 590                     | 285                 |
| 28/08/2018 | 686                     | 394                 |
| 20/12/2018 | 785                     | 557                 |
| 06/02/2019 | 651                     | 458                 |
| 13/03/2019 | 725                     | 545                 |

Por otro lado, los bonos en dólares terminaron operando con subas cercanas al 1.5% luego de varias ruedas de bajas, lo cual puede explicarse en gran medida por el impacto positivo del anuncio del Gobierno respecto de la subasta de USD 9.600 M, en parte provenientes del acuerdo con el FMI, a partir del mes de abril para financiar gastos corrientes y también para contener al dólar. Sin embargo, los principales títulos en dólares que cotizan en pesos cerraron la última jornada con precios dispares, a pesar de la baja que sufrió el dólar mayorista.

También se ha observado una disparidad durante el último tiempo de hasta 200 bps en algunos bonos bajo legislación local respecto de los bonos con legislación NY, como el DICA. Muchos leen que dicha disparidad refleja el riesgo político, de cara a las elecciones presidenciales, y no un posible default.

La última curva de bonos en dólares es la siguiente:



Es de esperar que continúe cierta volatilidad ya que todavía existe incertidumbre tanto en el panorama internacional como local. Si bien internacionalmente los mercados han estado más calmos, no estamos exentos de que cualquier evento pueda producir efectos adversos sumado al cambiante escenario económico y político, acercándonos a la fecha de elecciones en nuestro país.

Durante esta semana, venció nuestra tenencia de AMX9. Proponemos reinvertir los fondos cobrados (~\$ 70.000) en renta fija y seguir monitoreando la evolución tanto de bonos como de acciones a fin de estar atentos si surgen oportunidades para reasignar las ponderaciones actuales. Los fondos cobrados, se invertirán en TC20 (~\$50.000) y el resto (~\$20.000) en PR15.

La selección se basa luego de haber evaluado el potencial de suba en los rendimientos de los bonos BADLAR, teniendo en cuenta que dicha tasa todavía tiene espacio para continuar avanzando hacia arriba para acercarse a los niveles de tasa de política del BCRA, una vez que los bancos trasladen la suba observada en las últimas licitaciones de Leliq; y también a los bonos CER ya que si bien se espera una baja en la inflación, consideramos que al menos hasta luego del segundo trimestre la suba de precios será persistente.

A continuación, se adjunta un análisis de sensibilidad sobre la curva de bonos soberanos en US\$:

Análisis al 15/03/2019

|             | AO20      | AA21      | AY24       | A2E2      | A2E3      | AA25       | AA26      | A2E7      | DICY **    | AA37       | AA46      | PARY ***   | AE48      | AC17      |
|-------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|
| Emisión     | 08/10/15  | 22/04/16  | 07/05/14   | 26/01/17  | 11/01/18  | 18/04/17   | 22/04/16  | 26/01/17  | 31/12/03   | 18/04/17   | 22/04/16  | 31/12/03   | 11/01/18  | 28/06/17  |
| Vencimiento | 08/10/20  | 22/04/21  | 07/05/24   | 26/01/22  | 11/01/23  | 18/04/25   | 22/04/26  | 26/01/27  | 31/12/33   | 18/04/37   | 22/04/46  | 31/12/38   | 11/01/48  | 28/08/17  |
| Cupón       | 8,000%    | 6,875%    | 8,750%     | 5,625%    | 4,625%    | 5,750%     | 7,500%    | 6,875%    | 8,280%     | 7,625%     | 7,625%    | 2,500%     | 6,875%    | 7,125%    |
|             | Semestral | Semestral | Semestral  | Semestral | Semestral | Semestral  | Semestral | Semestral | Semestral  | Semestral  | Semestral | Semestral  | Semestral | Semestral |
| Emitido*    |           | 4.500     |            | 3.250     | 1.750     | 814,3      | 6.500     | 3.750     |            | 872,4      | 2.750     |            | 3.000     | 2.750     |
| Amortiz.    | Bullet    | Bullet    | Amortizing | Bullet    | Bullet    | Amortizing | Bullet    | Bullet    | Amortizing | Amortizing | Bullet    | Amortizing | Bullet    | Bullet    |
| Precio      | 98,7      | 96,7      | 96,0       | 88,8      | 84,6      | 79,6       | 89,6      | 83,6      | 120,6      | 74,8       | 83,7      | 59,4       | 76,7      | 78,3      |
| Duración    | 1,5       | 2,0       | 2,2        | 2,7       | 3,5       | 4,3        | 5,4       | 6,0       | 6,5        | 8,3        | 10,2      | 10,0       | 10,9      | 11,2      |
| YTM         | 11,5%     | 10,2%     | 12,3%      | 10,7%     | 9,9%      | 12,0%      | 10,3%     | 10,2%     | 11,1%      | 11,6%      | 9,7%      | 9,5%       | 9,4%      | 9,3%      |
| -350        | 12,9%     | 13,5%     | 18,9%      | 16,7%     | 19,2%     | 24,1%      | 27,0%     | 29,7%     | 32,8%      | 42,5%      | 52,8%     | 48,4%      | 56,9%     | 65,2%     |
| -300        | 12,6%     | 12,9%     | 18,1%      | 15,8%     | 17,8%     | 22,2%      | 24,3%     | 26,6%     | 29,2%      | 37,1%      | 44,8%     | 41,7%      | 48,0%     | 53,5%     |
| -250        | 12,3%     | 12,4%     | 17,4%      | 14,9%     | 16,4%     | 20,3%      | 21,7%     | 23,6%     | 25,8%      | 32,1%      | 37,5%     | 35,4%      | 40,0%     | 43,5%     |
| -200        | 12,1%     | 11,9%     | 16,6%      | 14,0%     | 15,0%     | 18,5%      | 19,2%     | 20,7%     | 22,6%      | 27,3%      | 30,9%     | 29,5%      | 32,6%     | 34,8%     |
| -150        | 11,8%     | 11,4%     | 15,9%      | 13,1%     | 13,7%     | 16,7%      | 16,8%     | 17,9%     | 19,4%      | 22,9%      | 24,8%     | 23,9%      | 26,0%     | 27,2%     |
| -100        | 11,6%     | 10,9%     | 15,2%      | 12,3%     | 12,4%     | 15,0%      | 14,4%     | 15,2%     | 16,4%      | 18,7%      | 19,2%     | 18,7%      | 19,9%     | 20,4%     |
| -50         | 11,3%     | 10,4%     | 14,4%      | 11,4%     | 11,1%     | 13,3%      | 12,1%     | 12,6%     | 13,5%      | 14,7%      | 14,0%     | 13,8%      | 14,3%     | 14,5%     |
| 0           | 11,1%     | 9,9%      | 13,8%      | 10,6%     | 9,8%      | 11,7%      | 9,9%      | 10,1%     | 10,8%      | 11,0%      | 9,3%      | 9,2%       | 9,2%      | 9,1%      |
| 50          | 10,8%     | 9,4%      | 13,1%      | 9,7%      | 8,6%      | 10,0%      | 7,8%      | 7,6%      | 8,1%       | 7,5%       | 5,0%      | 4,9%       | 4,5%      | 4,3%      |
| 100         | 10,6%     | 8,9%      | 12,4%      | 8,9%      | 7,4%      | 8,5%       | 5,7%      | 5,3%      | 5,6%       | 4,2%       | 0,9%      | 0,9%       | 0,3%      | 0,0%      |
| 150         | 10,3%     | 8,5%      | 11,7%      | 8,1%      | 6,2%      | 6,9%       | 3,6%      | 3,0%      | 3,1%       | 1,1%       | -2,8%     | -3,0%      | -3,7%     | -4,0%     |
| 200         | 10,1%     | 8,0%      | 11,1%      | 7,3%      | 5,0%      | 5,4%       | 1,6%      | 0,7%      | 0,8%       | -1,9%      | -6,2%     | -6,6%      | -7,3%     | -7,6%     |
| 250         | 9,8%      | 7,5%      | 10,4%      | 6,5%      | 3,8%      | 3,9%       | -0,3%     | -1,4%     | -1,5%      | -4,7%      | -9,4%     | -10,0%     | -10,7%    | -10,9%    |
| 300         | 9,6%      | 7,1%      | 9,8%       | 5,7%      | 2,7%      | 2,5%       | -2,1%     | -3,5%     | -3,6%      | -7,3%      | -12,4%    | -13,2%     | -13,8%    | -14,0%    |
| 350         | 9,3%      | 6,6%      | 9,2%       | 5,0%      | 1,6%      | 1,0%       | -3,9%     | -5,5%     | -5,7%      | -9,8%      | -15,2%    | -16,2%     | -16,7%    | -16,8%    |

\* en millones de USD, monto original

\*\* cupón capitalizable hasta 2013

\*\*\* Cupón Creciente de frecuencia semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; y el último el 31-dic-38.

(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 1,33%

(2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 2,50%

(3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 3,75%

(4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 5,25%