

Conociendo la función de reacción del BCRA

Resumen y conclusiones

- La estrategia de la autoridad monetaria parece consistir en ir comprando reservas de a poco e ir favoreciendo una cuidadosa y gradual baja de tasas. En este contexto, el peso siguió reptando en torno al piso de la banda, aunque experimentando un pequeño rebote.
- El número de inflación de diciembre fue 2,6%, reflejando que la economía sigue operando con una alta nominalidad. La pregunta parece ser si el ritmo de suba de precios permitirá un descenso mayor en la tasa de interés.
- Las curvas en pesos quedaron caras y hay poco incentivo a asumir riesgo en moneda local, sea provincial, corporativo o duration en las curvas de CER y BADLAR. En la curva USD, según nuestro escenario base, vemos que las valuaciones aún son atractivas hasta 2024.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

+54 11 2206 2206

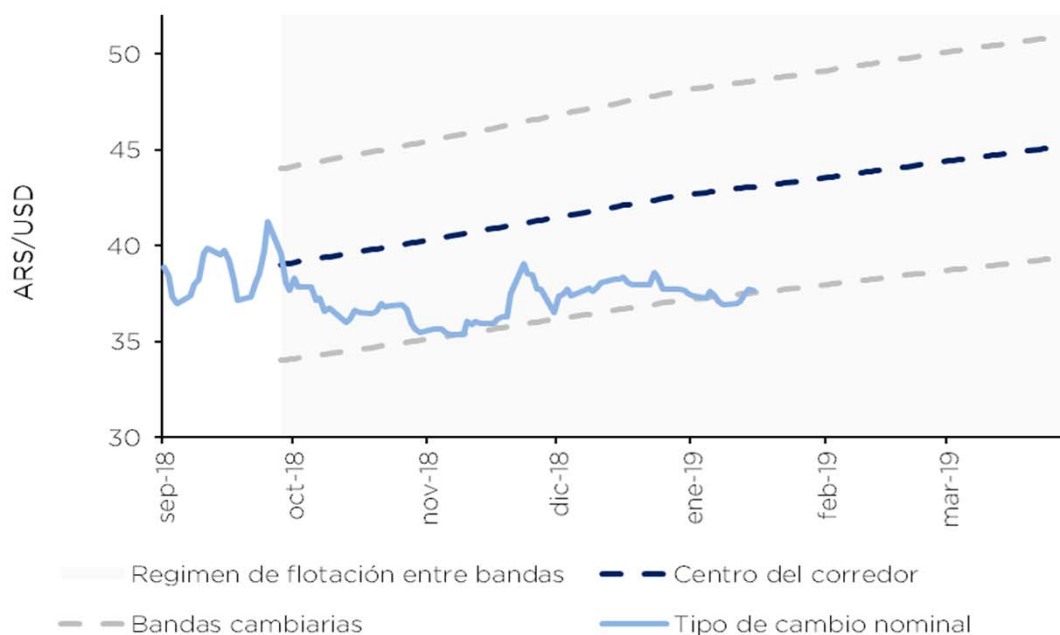
Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque Bureaux
Módulo IV - 3er Piso
C1425DFE

Conociendo la función de reacción del BCRA

Lo más destacado de la semana pasó por el accionar del BCRA: estamos empezando a conocer su función de reacción cuando el mercado se mueve por fuera de las zonas de no intervención cambiaria. La estrategia de la autoridad monetaria parece consistir en ir comprando reservas de a poco e ir favoreciendo una cuidadosa y gradual baja de tasas. Cabe notar que el BCRA sólo compró dólares por el máximo monto permitido (USD 50 millones) en tan solo 2 de las 5 subastas que realizó, acumulando USD 190 millones en seis ruedas. Por su parte, la tasa de corte de Leliq bajó ininterrumpidamente en todas las licitaciones diarias, acumulando 85 pbs hasta el día de hoy, desde un nivel de 58,11% el viernes pasado hasta 57,25%.

En este contexto, el peso siguió reptando en torno al piso de la banda, aunque experimentando un pequeño rebote (depreciándose 2,0% al momento de escribir este informe) y ubicándose 0,3% por sobre la banda inferior (había arrancado la semana 1,3% por debajo). Cabe remarcar que esta semana el mercado alternó entre buenas y malas, comenzando la semana con datos negativos del comercio de China, reflatando preocupaciones por el crecimiento global y el rechazo del proyecto del Brexit de Theresa May, aunque luego expectativas de un impulso fiscal en China y la posibilidad de que EE.UU. relaje su posición en las negociaciones volvieron a impulsar la aversión al riesgo.

Esta semana, el peso siguió reptando en torno al piso de la banda



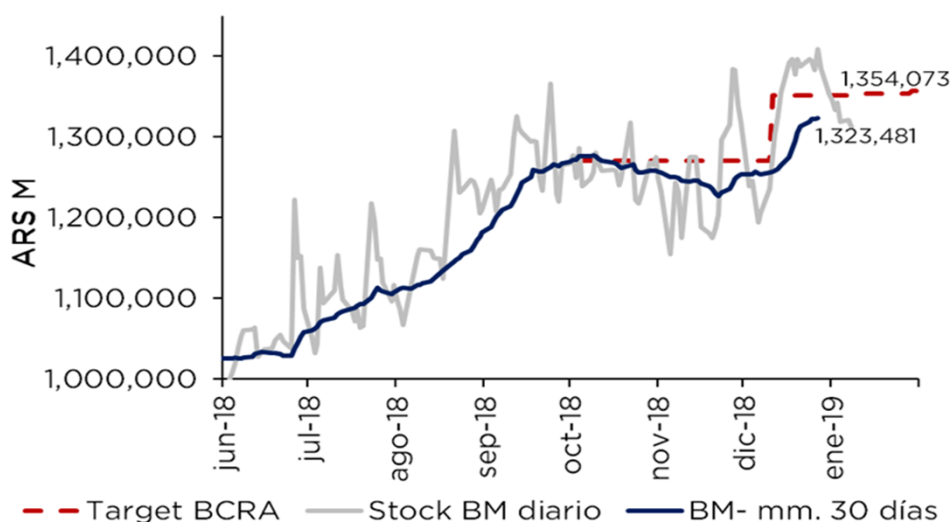
Fuente: Consultatio Investments y BCRA

Conociendo la función de reacción del BCRA

Otra novedad fue el anuncio del BCRA de que el target de base monetaria se ajusta (se relaja) cuando la autoridad monetaria compra reservas. La meta de base monetaria para enero pasó de \$1.351 a \$1.354 mil millones, mientras que la de febrero pasó a \$1.357 mil millones, aunque estas cifras se seguirán modificando en caso de realizarse nuevas compras de divisas. De esta manera, la única limitación que queda para la compra de dólares es que el acumulado del mes no puede exceder el 2% de la meta (tal como se había anunciado a principios de mes). Esto quiere decir que, si el mercado cree en la estrategia del BCRA y aumenta la demanda de pesos, la política monetaria se vuelve menos contractiva. Esto debería ser una buena noticia para el nivel de actividad, especialmente si se conjuga con una baja de tasas, como viene siendo el caso y es consistente con el mensaje de baja gradual de tasas .

Esta estrategia no está exenta de riesgos, pero estos son acotados. La expansión de base adicional por la compra de USD se podría traducir en una mayor presión futura sobre el tipo de cambio ante un eventual shock negativo (reversión de flujos internacionales que en las primeras dos semanas del año fueron muy positivos hacia argentina). En este marco, el nivel de tasas de interés es más relevante que lo que pueda subir la cantidad de dinero en circulación. Además, la mayor demanda de pesos podría ser un reflejo de la alta nominalidad de la economía más que un genuino aumento causado por una mayor confianza. Quizás por esa misma razón es que el BCRA se ha mostrado cauteloso en sus intervenciones, tratando de inyectar liquidez en la justa medida, prudencia que creemos conveniente sobre todo teniendo en cuenta el inestable contexto internacional. De todos modos, tal como indicamos en nuestro informe semanal previo, los flujos de oferta y demanda de divisas deberían ayudar a minimizar las chances de una depreciación abrupta del peso en 2019 (sobre todo en el primer semestre).

El target de base monetaria se ajustó por la compra de RRII



Fuente: Consultatio Investments y BCRA

Conociendo la función de reacción del BCRA

Inflación: la razón que justifica la cautela del Central

Otro dato importante conocido esta semana fue la inflación de diciembre, que se situó en 2,6%, reflejando que la economía sigue operando con una alta nominalidad. Una gran parte del aumento de precios de diciembre se debió a la suba del componente de servicios, que estuvo impulsado por el rubro de comunicación (+7,7%) por subas en telefonía móvil y salud (+5,2%), por incrementos en prepagas y en medicamentos. En tanto que la suba del componente de bienes fue de 1,9%, ayudado por la estabilidad del tipo de cambio, reflejada fundamentalmente por la fuerte desaceleración en la suba del ítem de alimentos y bebidas (+1,7%). De esta manera, el 2018 cerró con una inflación de 47,6%, que es la cifra mas elevada en los últimos 27 años.

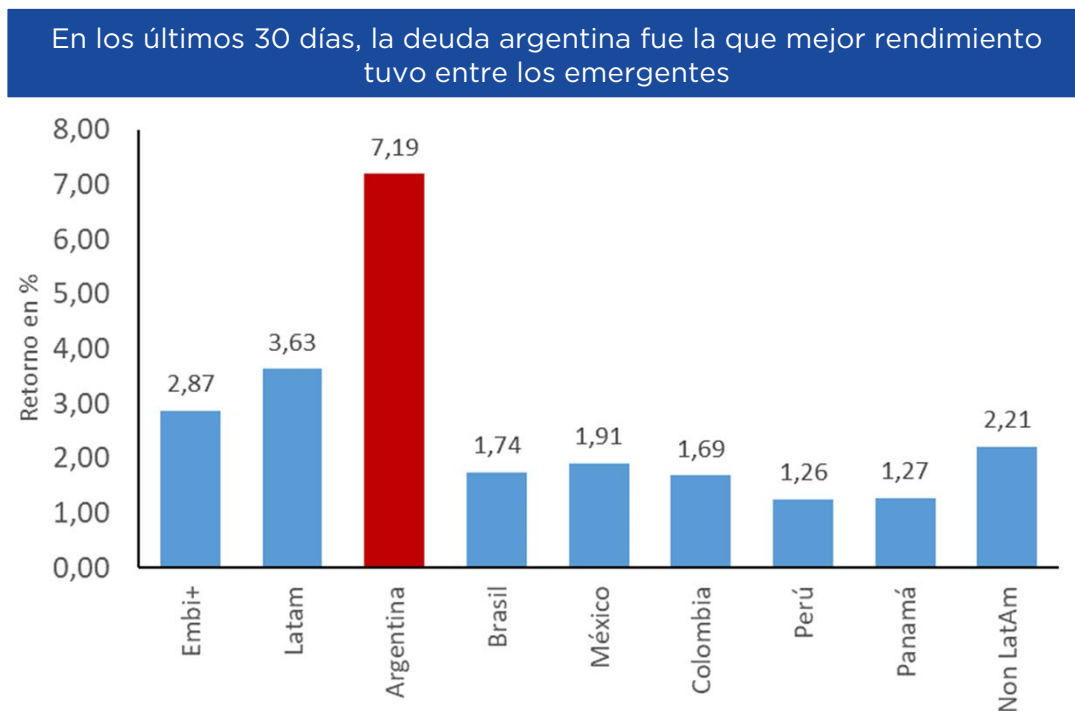
Las proyecciones para el número de inflación de enero rondan el 2,5%, indicando que todavía existe una inercia importante. Los aumentos de precios regulados como agua, transporte y telefonía, sumados a componentes estacionales asociados al turismo impulsarán el número este mes. Por el lado positivo, la estabilidad del tipo de cambio y una baja en el combustible podrían contribuir a que el número sea más bajo que el de diciembre. Estos números son, probablemente, la principal fuente de la cautela del BCRA que indicábamos más arriba.

La pregunta del momento, entonces, parece ser si el ritmo de suba de precios permitirá un descenso mayor en la tasa de interés. Los niveles de tasa real esperada, muy cerca de máximos en mucho tiempo (según cómo se mida), indican que todavía hay algo de espacio. Sin embargo, las proyecciones de inflación no sólo para enero sino para todo el 1T19 (en febrero hay aumentos previstos de precios regulados), señalan que todavía se estaría lejos de poder perforar la barrera del 2,0% m/m. Según nuestro análisis, de hecho, una vez incorporado el shock positivo de la estabilización cambiaria que siguió a la implementación de nuevo esquema monetario a la inflación le costará durante todo 2019 bajar el umbral del 2,0% y los riesgos parecerían estar al alza: ante una depreciación mayor a la esperada del tipo de cambio, ya no habrá tanto espacio para traspasar solo parcialmente dicha suba a las tarifas de gas y luz, ya que el equilibrio fiscal es esencial para mantenerse dentro del acuerdo con el FMI y una gran parte del ajuste (0,7% del PBI) dependerá de la disminución de subsidios.

Conociendo la función de reacción del BCRA

El rally perdió un poco de fuerza, pero se sostiene

El fenomenal comienzo de año en lo que hace a los activos locales perdió un poco de fuerza esta semana, aunque todavía se mantuvo en línea con el desempeño de la región. El EMBI Argentina, que había comprimido 114 pbs desde principios de año hasta el viernes pasado, esta semana moderó su tendencia, pero igual comprimía 29 pbs al momento de escribir este informe, mejorando la performance del EMBI Global (-8 bps) y del EMBI Brasil (-6 bps), incluso en términos relativos.



Fuente: Consultatio Investments en base a JPM

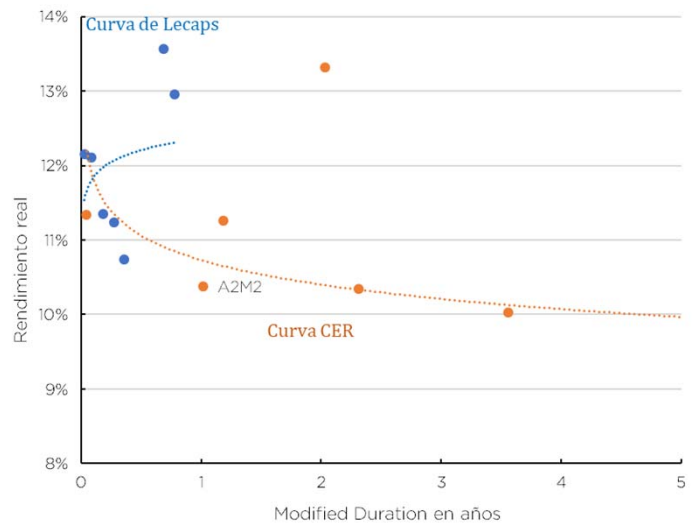
El tipo de cambio sí tuvo una performance relativa peor, ya que se depreció 2,0% vs. depreciaciones de 0,9% en el real y ganancias de 0,6% y 0,4% en el peso mexicano y uruguayo, respectivamente. Lo que ocurrió fue un leve fortalecimiento del dólar global (+0,3%), impulsado por mejores noticias que llevaron a la tasa a 10 años del tesoro americano a subir 6 pbs. En el ámbito local, la suba del tipo de cambio también refleja la compra de USD 130 millones del BCRA entre lunes y miércoles y algo de impacto negativo de la pérdida de alrededor de 6,5 millones de toneladas de cosecha por las inundaciones.

Conociendo la función de reacción del BCRA

¿Qué nos dejó esta semana en términos de mercado? La primera observación que podemos destacar es que **las curvas en pesos quedaron caras y hay poco incentivo a asumir riesgo**, ya sea provincial, corporativo o duration en las curvas de CER y BADLAR. Dentro del universo pesos, notamos que la curva de Lecaps está arbitrada con la parte corta de la curva CER. En nuestra opinión, preferimos esta última ya que nos brinda un seguro ante el riesgo al alza en la inflación que destacamos en la sección anterior.

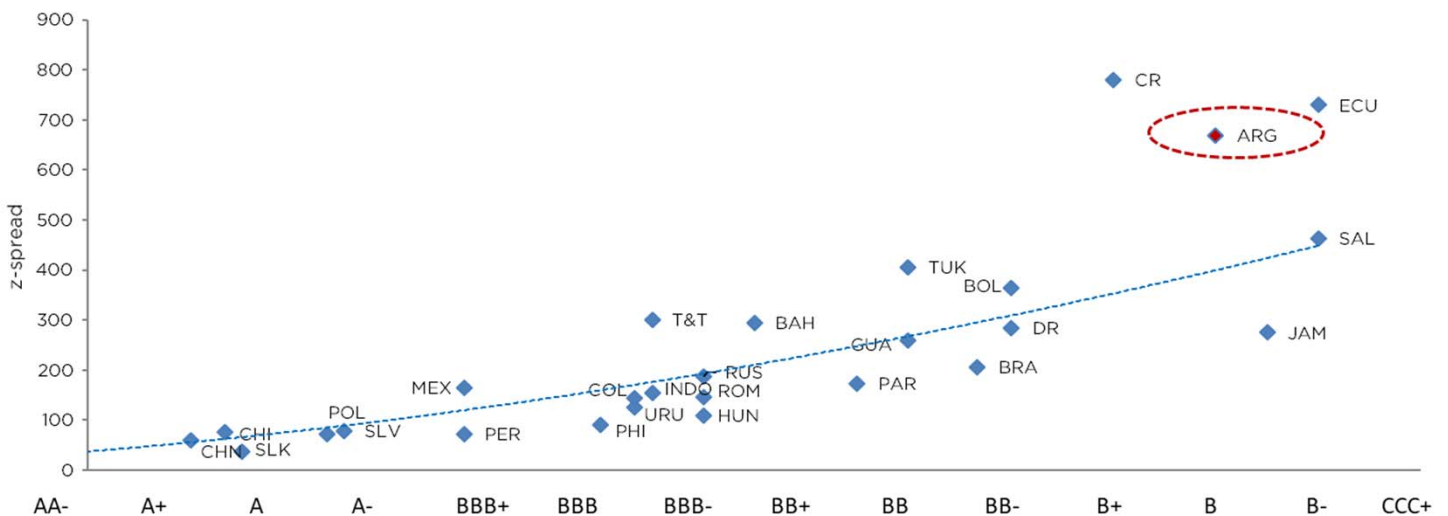
En términos de curva USD, según nuestro escenario base, vemos que **las valuaciones aún son atractivas**. Aun incorporando la mejora de precios de las últimas semanas, Argentina todavía está muy desfasada del resto de los emergentes respecto del rendimiento que dictaría su calificación crediticia. Creemos que tomar riesgo duration hasta un AY24 sigue siendo conveniente, dada la mejor posición técnica que muestra el mercado y los flujos de vencimientos previstos para el primer (y especialmente) el segundo trimestre del año.

La curva de Lecaps está arbitrada con parte corta de CER, pero preferimos ésta última por el riesgo al alza de inflación



Fuente: Consultatio Investments y Bloomberg

Argentina todavía está barata vs. el resto de emergentes según su calificación crediticia



Fuente: Consultatio Investments y Bloomberg

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 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 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 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 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.