

Repetir la receta, aumentar la dosis

Resumen y conclusiones

- El Banco Central reaccionó rápido al dato de inflación de Febrero y la incipiente inestabilidad cambiaria de las últimas semanas aumentando la dosis de la misma receta que ensayó en Octubre, cuando lanzó el actual programa monetario de “crecimiento cero” de base monetaria.
- Si bien el BCRA dice explícitamente que las medidas se tomaron en respuesta al número elevado de inflación divulgado ayer, creemos que el principal objetivo al que apunta la autoridad monetaria es moderar la volatilidad cambiaria y disminuir las potenciales presiones en lo que resta del año, en la búsqueda de lo que todavía los actuales niveles de tasas no le han brindado: un ancla nominal de corto plazo.
- Los buenos datos fiscales de febrero divulgados esta semana refuerzan el sesgo contractivo de la política monetaria.
- Con estos elementos surge la duda de si los extremadamente incipientes signos de recuperación del nivel de actividad se podrán sostener en el resto del año.

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

Repetir la receta, aumentar la dosis

El Banco Central reaccionó rápido al dato de inflación de febrero y la incipiente inestabilidad cambiaria de las últimas semanas aumentando la dosis de la misma receta que ensayó en octubre cuando lanzó el actual programa monetario de “crecimiento cero” de base monetaria.

En la conferencia de prensa convocada ayer, el titular de la entidad Guido Sandleris extendió el objetivo de “crecimiento cero” hasta fin de 2019 (en vez de junio, como estaba previsto), haciendo permanente el sobrecumplimiento del programa logrado en febrero (ARS 43.000 millones) y eliminando el ajuste estacional de 6% en junio. Asimismo también comunicó que el Gobierno enviará un proyecto de ley para que el BCRA no pueda financiar más al Tesoro (actualmente no lo hace, pero no está obligado por ley). Por último, Sandleris también anunció la reducción del ritmo de crecimiento de la zona de no intervención cambiaria del 2% al 1,75%.

Si bien el BCRA dice explícitamente que las medidas se tomaron en respuesta al número elevado de inflación divulgado ayer, creemos que el principal objetivo al que apunta la autoridad monetaria es moderar la volatilidad cambiaria y disminuir las potenciales presiones en lo que resta del año, en la búsqueda de lo que todavía los actuales niveles de tasas no le han brindado: un ancla nominal de corto plazo.

Creemos que el renovado endurecimiento monetario podrá hacer poco para reducir la inflación en los dos o tres meses subsiguientes ya que, por un lado, la política monetaria opera con un rezago y, por otro, el componente de precios regulados en la inflación de marzo y abril será importante.

Las medidas serán efectivas sin embargo en disminuir las presiones sobre el dólar de cara a las elecciones (y por qué no, en lograr algo de apreciación cambiaria). Cuando se mira la evolución del tipo de cambio real desde el comienzo del programa, se observa que éste se ha mantenido relativamente estable, cotizando en un rango bastante estrecho; por este motivo, una profundización del esquema debería reforzar ese efecto.

Repetir la receta, aumentar la dosis

Inflación de febrero, en línea con lo esperado

La inflación de febrero fue 3,8%, en línea con lo esperado por el mercado (aunque el REM esperaba al inicio de mes 3,5%, en los últimos días la previsión se había actualizado a niveles de 3,8% - 3,9%). De esta manera, la inflación acumulada de los dos primeros meses es de 6,8%, y la cifra acumulada de 12 meses se sitúa en el 51,3% (la más alta desde enero de 1992). Según el informe del INDEC, la inflación en febrero estuvo liderada por un aumento notable del 5,7% en alimentos y bebidas y del 6,4% en vivienda, agua, electricidad, gas y otros servicios públicos. La inflación núcleo (excluyendo precios regulados y estacionales) fue de 3,9%, mientras que la de regulados fue de 4,2%, reflejando aumentos de electricidad, garrafas y transporte. Se espera que para marzo la inflación se mantenga alta, cercana al 3% mensual, con más aumentos de electricidad (14%), colectivos (10%), trenes (10%) y celulares (18%).



Fuente: Consultatio

El Tesoro y un anuncio importante para el tipo de cambio

El Ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne, dio a conocer que el Tesoro venderá en el mercado cambiario USD 9.600 M a partir de abril, provenientes de los desembolsos del FMI y que se utilizarán para financiar necesidades financieras en pesos. La cifra que esperaba el mercado era entre USD 6.000 M y USD 10.000 M, con lo cual el anuncio vino cercano al mejor escenario posible (en enero, nosotros estimábamos que el sobrante de dólares del Gobierno iba a ser de USD 9.000 millones, USD 600 millones menos).

Repetir la receta, aumentar la dosis

Esto se traduce en ventas diarias de USD 60 millones, que según lo anunciado serán mediante subastas, con un sistema similar al que se orquestó el año pasado, luego del primer desembolso del FMI (la cifra diaria de USD 60 millones está en línea con la previsión de mercado). Si tenemos que cuenta que los volúmenes operados del mercado de cambio en los últimos días promediaron USD 300 millones (un nivel históricamente bajo), la venta de divisas del Tesoro en una semana equivaldría a un día de operaciones del mercado de cambio en el nivel de las últimas ruedas. Visto de esta manera, **creemos que el anuncio de oferta de dólares es importante porque sumarían liquidez a un mercado donde la cotización varía con operaciones relativamente chicas.**

Para que el anuncio se materialice, es necesario que el Tesoro tenga que usar esos dólares para atender vencimientos de Letes. En otras palabras, que la renovación de estos instrumentos se mantenga en niveles superiores al 46% estimado en el programa financiero. Al día de hoy, cuando las últimas licitaciones de Letes tuvieron una tasa de renovación del 95%, parecería ser que lo anunciado por el Tesoro no corre riesgo, aún teniendo en cuenta que en los próximos meses, cuando los vencimientos de las Letes a emitir caigan después de octubre, se espera que la renovación caiga en cierta magnitud.

Para ponerlo en números, si asumimos que la renovación de las Lecaps es de 80%, la venta potencial de dólares del Gobierno podría alcanzar hasta USD 5.000 millones con una exigencia de renovación de Letes de tan solo 5%, mientras que si la renovación de Letes es de 45%, entonces el Tesoro vendería USD 9.000 millones y si el roll-over de Letes es del 65%, el Gobierno podrá vender hasta USD 11.000 millones, aunque en ese caso el programa financiero mostraría un excedente que creemos que el Gobierno optaría por mantenerlo (vendiendo hasta los USD 9.600 millones anunciados) dado el gap a cubrir en dólares en 2020.

SOBRANTE DE USD DEL PROGRAMA FINANCIERO 2019 (USD MM)		
ROLL-OVER LETES 2019	5%	5,085
	25%	7,025
	45%	8,965
	65%	10,905
	85%	12,845

Nota: Supuesto de roll-over de Lecaps se asume en 80%

Repetir la receta, aumentar la dosis

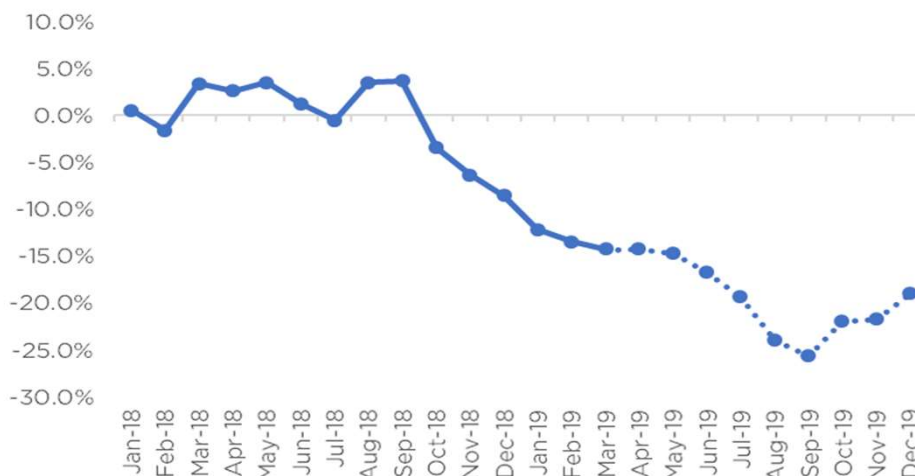
Los muy incipientes signos de recuperación de actividad...¿continuarán?

Con el renovado endurecimiento monetario surge la duda de si los extremadamente incipientes signos de recuperación del nivel de actividad se podrán mantener. El efecto que ha tenido el programa monetario en las elevadas tasas de interés de la economía nos lleva a pensar que la tracción en el nivel de actividad derivado del incremento en la política de ingresos del Gobierno (AUH y jubilaciones) y las negociaciones salariales podrían verse neutralizado. Aun más, dado que el impacto de la política monetaria en la inflación vía mayores tasas de interés tiene un rezago de aproximadamente seis meses, recién a partir de marzo deberíamos empezar a ver los efectos del programa de Sandleris y, por lo tanto, el renovado endurecimiento monetario podría generar un impacto negativo mayor en el nivel de actividad cerca de las elecciones.

Traduciendo las medidas en números simples: si asumimos los nuevos cambios de política monetaria (suponiendo que no hay una ampliación de la meta por compra de divisas debajo de la banda y un ajuste estacional en diciembre de 6,3%), la base monetaria a diciembre de este año sería un 20% menor en términos reales vs. diciembre de 2018. Lo que ponen a la luz estos números es la renovada dureza del plan monetario.

La apuesta, claro está, es que la estabilidad cambiaria a la que se apunta con las nuevas medidas (y, por qué no, cierta apreciación real) predominen sobre el efecto anterior, ayudando a consolidar la recuperación del nivel de actividad.

Base monetaria a dic-19 sería 20% menor en términos reales



Fuente: Consultatio en base a BCRA

Repetir la receta, aumentar la dosis

Mientras tanto, el resultado fiscal sigue evolucionando positivamente

Si bien todas las miradas se pusieron en las nuevas medidas del BCRA, el dato de inflación y los movimientos del dólar, es importante destacar que los números fiscales de febrero consolidaron el buen arranque de año que tuvieron en enero. En febrero el sector público mostró un superávit primario de ARS 6.726 millones, revirtiendo el déficit de ARS 20.228 millones observado en febrero de 2018. Esta mejora se debe a un mayor crecimiento interanual de los recursos totales (48% a/a) que de los gastos primarios (29% a/a). Así, febrero de 2019 es el 20° mes consecutivo en el que los ingresos crecen por encima de los gastos. En el acumulado anual se registra un superávit fiscal primario de ARS 23.384 millones (0,1% del PBI), mientras que en el primer bimestre de 2018 se registraba un déficit de ARS 16.299 millones (-0,1% del PBI). De esta manera, la meta fiscal del 1T19 de un superávit primario de ARS 6.000 millones quedaría muy cerca de cumplirse: si bien el acumulado a febrero daría casi ARS 17.000 millones más que la meta, cabe recordar que en marzo se da el ajuste de 46% en la AUH (que pasa a ARS 2.650 por mes y que alcanza a 4 millones de beneficiarios) y de 12% en jubilaciones (7 millones de beneficiarios). **El riesgo a seguir muy de cerca en el plano fiscal es el impacto del nivel de actividad en la evolución de los ingresos primarios. Por otro lado, la mayor inflación colabora en la consecución del objetivo de equilibrio primario.**

BANCA PRIVADA

Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2260

DEPARTAMENTO COMERCIAL

María José Adamoli
mjadamoli@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2229

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2296

PARTNERS COMERCIALES

Gisela Alonso
galonso@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2212

ESTRATEGIA

José Echagüe
jehague@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2247

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206-2255

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

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 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 de asumir, 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.