

Siguen pasando cosas

Resumen y conclusiones

- Unas semanas después del relanzamiento del programa monetario, la tasa de Leliq volvió a niveles de principios de octubre pasado. Esto nos lleva a hacernos la siguiente pregunta: ¿qué ha cambiado desde entonces?
- La macro mejoró (ajuste monetario, externo y fiscal consolidados), la incertidumbre política aumentó (caída relativa de imagen de Macri, surgimiento de internas en el oficialismo) y las valuaciones empeoraron (prima de riesgo subió 150 pts)
- El interrogante más relevante es si podemos esperar resultados distintos aplicando la misma receta (aunque con mayor dosis).
- La macro podría reencausar al oficialismo y hacerle ganar la competitividad electoral que ha perdido, pero también podría terminar siendo afectado por un círculo vicioso en el cual la mayor incertidumbre política termine borrando la mejora en la macro de los últimos meses. Nuestro escenario base sigue siendo el primero, aunque si hay algo que está claro, es que no hay nada definido aún.

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

Siguen pasando cosas

Unas semanas después del relanzamiento del programa monetario (ver [“Repetir la receta, aumentar la dosis”](#)), la tasa de Leliq ha vuelto a niveles de principios de octubre pasado (fecha del lanzamiento original del programa). Esto nos lleva a hacernos la siguiente pregunta: ¿qué ha cambiado desde entonces? La respuesta breve sería: la macro mejoró, la incertidumbre política aumentó y las valuaciones empeoraron (por ejemplo, la prima de riesgo de bonos es 150 pbs mayor ahora). Ahora bien, como lo que importa es el futuro, la pregunta más relevante es si efectivamente podemos esperar resultados distintos aplicando la misma receta (aunque con mayor dosis). Y la respuesta es “ni”. Como venimos diciendo, la macro podría reencausar al oficialismo y hacerle ganar la competitividad electoral que ha perdido a causa de la crisis, pero también podría terminar siendo afectada por un círculo vicioso en el cual la mayor incertidumbre política (y, eventualmente otro, algún shock externo) termine borrando la mejora en la macro en los últimos meses. Nuestro escenario base sigue siendo el primero, aunque si hay algo que está claro, es que no hay nada definido aún. A continuación, ponemos en perspectiva la primera pregunta, comparando las condiciones iniciales del programa vs. las condiciones actuales, con la esperanza de echar luz sobre el futuro.

1) Los agregados monetarios están en un nivel mucho menor medidos en términos reales. El sesgo de política monetaria es hoy mucho más fuerte y esto es lógico ya que el programa monetario ya lleva seis meses de aplicación y, por lo tanto, sus efectos ya son bastante perceptibles. A principios de octubre del año pasado la base monetaria crecía a un 41% a/a en términos nominales, mientras que hoy lo hace al 26% a/a. Cuando se miran agregados más amplios, este patrón se mantiene: el M1 crecía a 15% a/a por aquel entonces y en marzo lo hizo al 9%, mientras que el M2 y el M3 crecían al 21% y 43% a/a y ahora lo hacen a un ritmo de 13% y 27% a/a (con una inflación mucho mayor, lo que refuerza el punto). De hecho, sus efectos deberían comenzar a verse en la inflación en los próximos meses. No solo la situación actual de los agregados es mucho más contractiva ahora, sino que el programa mismo tuvo algunos retoques: no cambió en su esencia, pero sí en la dosis de apretón monetario. Cabe recordar las últimas medidas, que ajustaron a la baja la meta de base monetaria en ARS 40.000 M hasta diciembre y que eliminaron el ajuste estacional de junio.

Siguen pasando cosas

2) El nivel del tipo de cambio real está más apreciado desde el pico de septiembre. Tanto el tipo de cambio real bilateral con Brasil, como el multilateral, están hoy un 8% más apreciados que el 1 de octubre del año pasado, en parte gracias a la depreciación del peso que tuvo lugar a partir de mediados de febrero y que se intensificó esta semana (a mediados de febrero llegaron a estar 13% más apreciados que en octubre). Esto es lógico, ya que el programa monetario se aplicó en una situación de máximo estrés en el mercado cambiario, con el objetivo claro de estabilizar el tipo de cambio, el cual estaba en un nivel elevado luego de la corrida de septiembre. Dicho esto, vale señalar que el nivel actual está bastante cerca de lo que podemos entender como tipo de cambio de equilibrio. Como ilustración de esto, cabe destacar que el tipo de cambio real multilateral (ITCRM, que pondera las monedas por participación en el comercio) se encuentra en línea con el promedio histórico (desde 1997). No solo eso, sino que si miramos el ITCRM ajustado por el Índice de Precios de Materias Primas (IPMP), el nivel actual del tipo de cambio también está en un nivel muy cerca del promedio histórico.

El crecimiento nominal de los agregados cayó considerablemente a partir del lanzamiento del programa



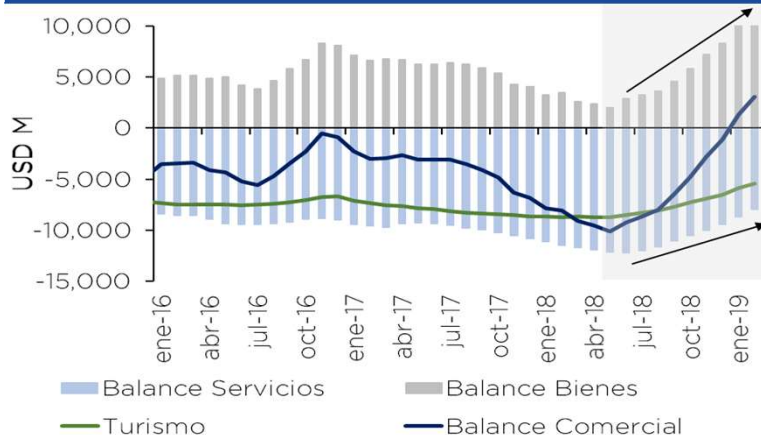
El tipo de cambio real se apreció desde el pico de septiembre/inicios de octubre



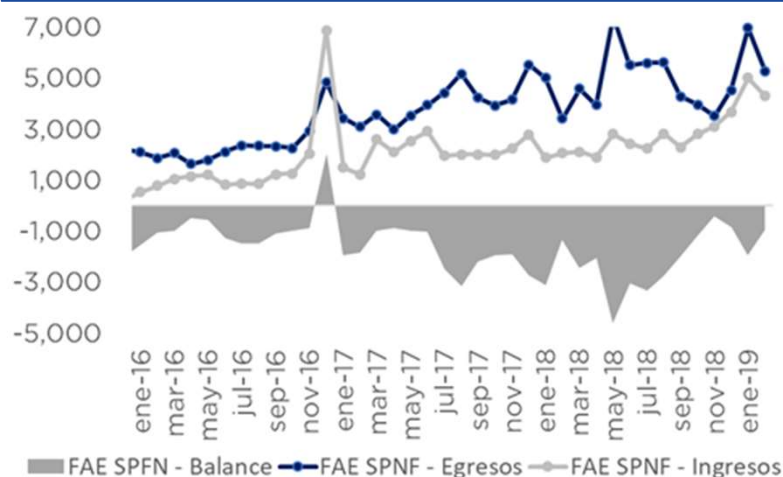
Siguen pasando cosas

3) El ajuste en las cuentas externas se consolidó muchísimo, ya que en octubre del año pasado recién estaba comenzando. Esto refuerza el punto anterior que hicimos sobre el nivel del tipo de cambio, ya que ante una mejor situación externa, el nivel de tipo de cambio real requerido es menor. El esquema cambiario con zonas de intervención fue clave para ello, permitiendo mantener cierta competitividad de la moneda que mejora el balance de cuenta corriente. Como referencia, el déficit de cuenta corriente acumulado en los últimos 12 meses alcanzó en febrero los USD 7.900 M, mientras que en octubre del año pasado era prácticamente el doble (USD 14.900 M). Un dato que llamó la atención en el balance cambiario de febrero fue la tracción que logró la IED (Inversión Extranjera Directa), que alcanzó su mayor marca en 15 años. Además, seguimos prestando especial atención a la evolución de la formación de activos externos (FAE), donde destacamos un punto importante: con el elevado nivel de tasas de interés la salida neta de dólares está contenida, principalmente a partir de una mayor oferta por parte de extranjeros. La demanda de activos externos por parte de residentes sigue en niveles altos, y esto es asociable a un componente estructural de Argentina, que se ve exacerbado en años electorales y 2019 no será la excepción.

El ajuste en las cuentas externas se consolidó muchísimo



La salida neta de USD está contenida por una mayor oferta

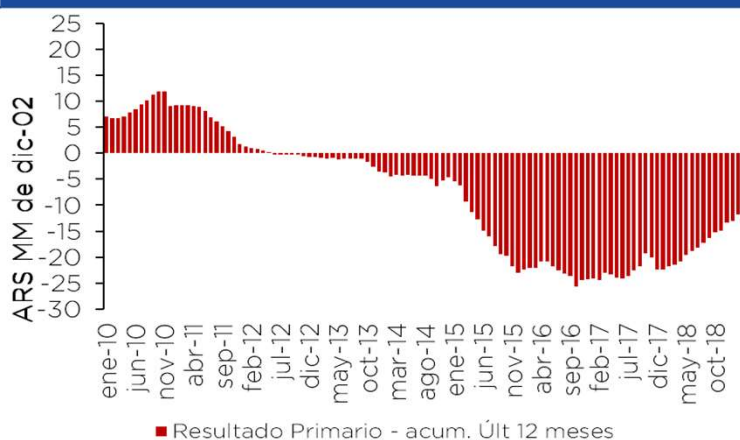


Siguen pasando cosas

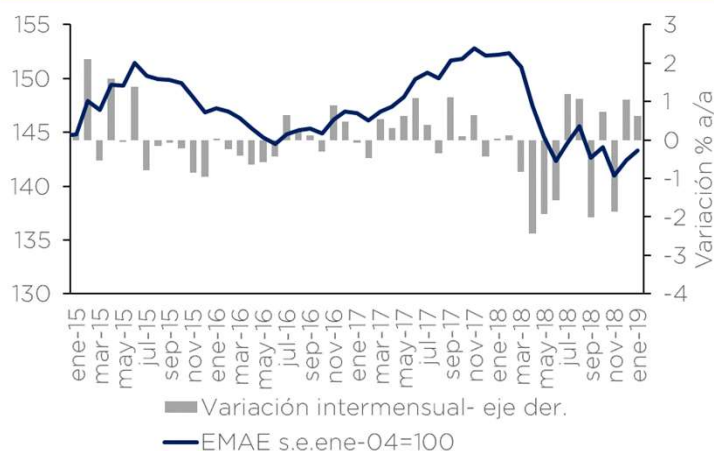
4) **En materia fiscal, la situación luce hoy mucho mejor.** Los números de febrero mostraron que se logró algo que no se había dado desde agosto de 2014: se encadenaron dos superávits primarios consecutivos. A su vez, se consolidó la brecha positiva entre el crecimiento de los ingresos y gastos primarios, que se extendió ya a 19 meses consecutivos. En términos reales, el déficit primario acumulado en los últimos 12 meses es mucho menor: ARS 12.000 M en febrero vs. ARS 15.000 M en pesos constantes de dic-02, una reducción de 20% en términos reales.

5) **En términos de la dinámica del nivel de actividad, estamos en una situación ligeramente mejor.** En julio y agosto del año pasado, la actividad todavía estaba creciendo en términos desestacionalizados, pero al mes siguiente (el mes previo al lanzamiento del programa), la actividad cayó 2,0% m/m y en octubre prácticamente no creció, para luego volver a caer en noviembre. Hoy, la economía lleva creciendo dos meses consecutivos, y probablemente vuelva a hacerlo en febrero. Si bien es verdad que los efectos del renovado sesgo contractivo del BCRA, con una nueva suba de tasas (+20 pp.), y una depreciación del peso, podrían ponerle un freno a la incipiente recuperación, no esperamos que el retroceso sea tan fuerte como en aquel entonces. En este punto, hay que recordar que habrá cierto impulso de la demanda agregada de la mano del ajuste de las jubilaciones, del aumento de la AUH y de la cosecha agrícola. Dicho esto, es importante destacar que en términos de nivel, según la serie desestacionalizada del EMAE, la actividad se encuentra prácticamente en el mismo nivel que en aquel entonces y que, como veremos a continuación, esto tiene un impacto en la imagen del oficialismo de cara a las elecciones.

El ajuste en las cuentas externas se consolidó muchísimo



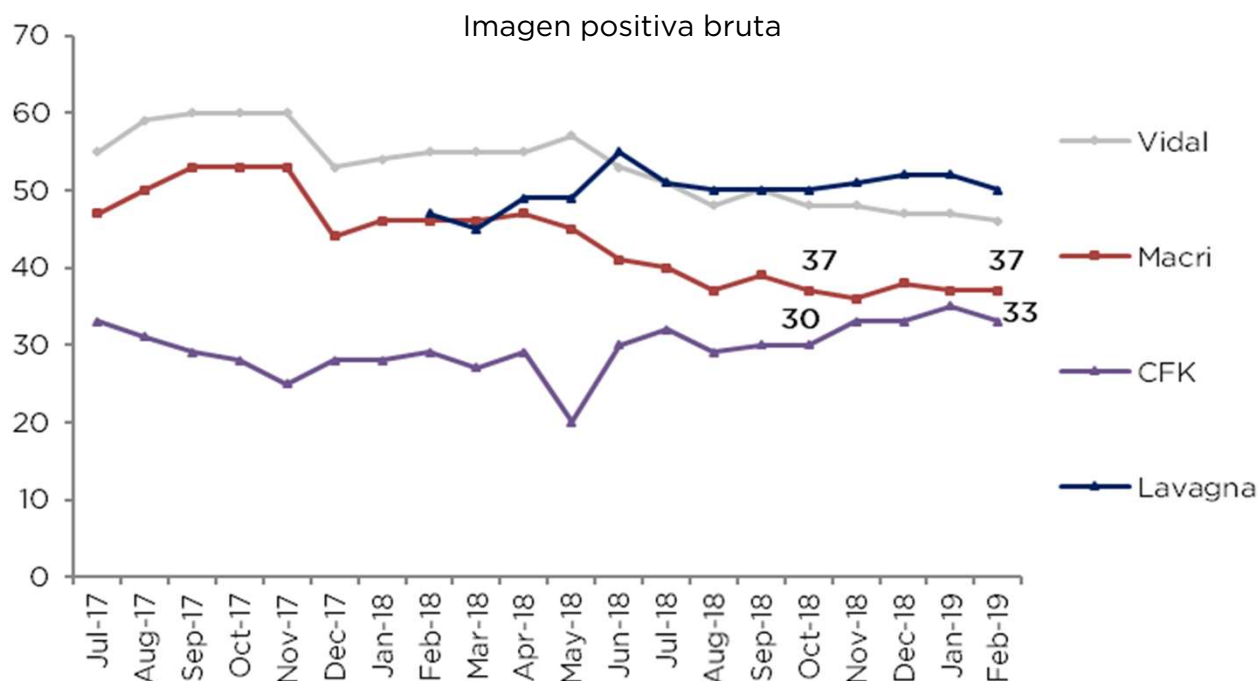
La dinámica del nivel de actividad es ligeramente mejor



Siguen pasando cosas

6) **La incertidumbre política es mayor.** Y es normal que esto ocurra a medida que nos acercamos a ciertas fechas claves, tales como la definición de alianzas electorales (12 de junio) o las candidaturas (22 de junio). La incertidumbre es mayor por dos motivos distintos. Por un lado, siempre va en ascenso a medida que un hecho clave y que puede llegar a ser disruptivo (definirá el set de políticas que regirán en los próximos 4 años) se acerca en el calendario. Por otro lado, la mayor incertidumbre también está atada al empeoramiento de la imagen de Macri, que fue acompañada de cierta mejora en la imagen del kirchnerismo. Según señala una encuesta de D'Alessio, IROL y Berensztein, la imagen de Macri se mantiene constante vs. los niveles de octubre, mientras que la de Cristina Fernández subió 3 pts. También se suma la consolidación de una figura como Lavagna, que cuando comenzó el plan monetario estaba mucho menos afianzada y había mayores dudas sobre la posibilidad de que se lance a la arena electoral. Adicionalmente, las internas dentro de la coalición gobernante han aflorado, con la separación de los candidatos en Córdoba como el mejor ejemplo, lo que pone como un evento político clave a monitorear a la convención radical (todavía no está evidente la continuidad del apoyo al PRO).

La mayor incertidumbre política está atada al empeoramiento relativo de la imagen de Macri



Fuente: D'Alessio, IROL y Berensztein

Siguen pasando cosas

Cuando uno analiza comparativamente los mercados, se observa que la mayor incertidumbre política parecería estar pesando mucho más hoy en la valuación de los activos argentinos que la mejora en la macro. Como referencia, podemos citar a la curva de bonos en dólares ley NY, que al cierre de ayer estaba invertida: la pendiente entre el Global 2046 y el 2021 estaba en +88 pbs el 1-oct-18, mientras que al cierre de ayer estaba en -174 pbs. El nivel también es mayor actualmente, una muestra de ello es el nivel del EMBI Argentina, que estaba en 629 puntos vs. los 779 pts actuales (+150 pts de ampliación en el riesgo argentino). En términos de tasas reales, hoy la curva CER está a un nivel mucho mayor y bastante más invertida, habiéndose ampliado 460 pbs en la parte corta (TC20), 250 pbs en la parte media (PR13 y TC21) y 100 pbs en la parte larga (DICP).

Por lo que podemos ver, el deterioro se explica casi exclusivamente por la incertidumbre política. Como se expuso, las variables macro están mejor en términos generales, y la realidad es que el humor de los mercados globales no ha cambiado sustancialmente, lo que se refleja en las valuaciones de los activos emergentes. El ETF EEM, que sigue las acciones de mercados emergentes, está hoy exactamente en el mismo nivel al que estaba operando el 1 de octubre del año pasado, en torno a USD 43, habiendo pasado por una importante caída en diciembre, cuando el pesimismo reinó sobre los mercados y luego recuperándose a comienzos del año cuando la retórica de la Fed cambió hacia una postura más laxa. En la renta fija se puede observar lo mismo: el EMBIG subió tan solo 18 pts al cierre de ayer desde el 1-oct-18.

Sobre la pregunta de si podemos esperar resultados distintos aplicando la misma receta (aunque con mayor dosis), reiteramos nuestra postura: nuestro escenario base sigue siendo que la mejora macro acabaría por “contagiar” a la competitividad electoral del oficialismo. Sin embargo, lo que aprendimos en el último mes y medio es que la relación entre las valuaciones de los activos locales (precio de bonos, tipo de cambio y acciones) y la macro no es tan lineal.

BANCA PRIVADA

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

ATENCIÓN MINORISTA

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
jechague@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 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 cuotas partes 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 cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.