

El dólar, otra vez en el centro de la escena

Resumen y conclusiones

- El tema de esta corta semana fue el tipo de cambio, que se despertó, depreciándose con una velocidad inédita en lo que va del año.
- Desde el punto de vista técnico, no vemos que las condiciones estén dadas para que la depreciación del peso se profundice. La suba se dió con un volumen muy bajo, y los factores técnicos juegan a favor en las próximas semanas: (i) dólares de la cosecha llegarían a fin de mes; (ii) gobierno comenzaría a vender parte del stock de USD 6,500 millones de para financiar gasto en pesos; (iii) el BCRA reforzó el sesgo contractivo, absorbiendo base monetaria a un ritmo considerable en los últimos tres días, por casi ARS 130.000 millones (10% de la base monetaria) y subiendo tasas de interés.
- Los últimos indicadores de nivel de actividad siguen alimentando las esperanzas de haber tocado un piso.
- Los bonos de la deuda argentina también acusaron recibo del impacto. La renovación del repo con bancos internacionales por parte del Tesoro durante la semana pasada pudo haber jugado un rol en el deterioro de la posición técnica, pero no vemos condiciones para que el deterioro se profundice en el corto plazo desde estos niveles.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

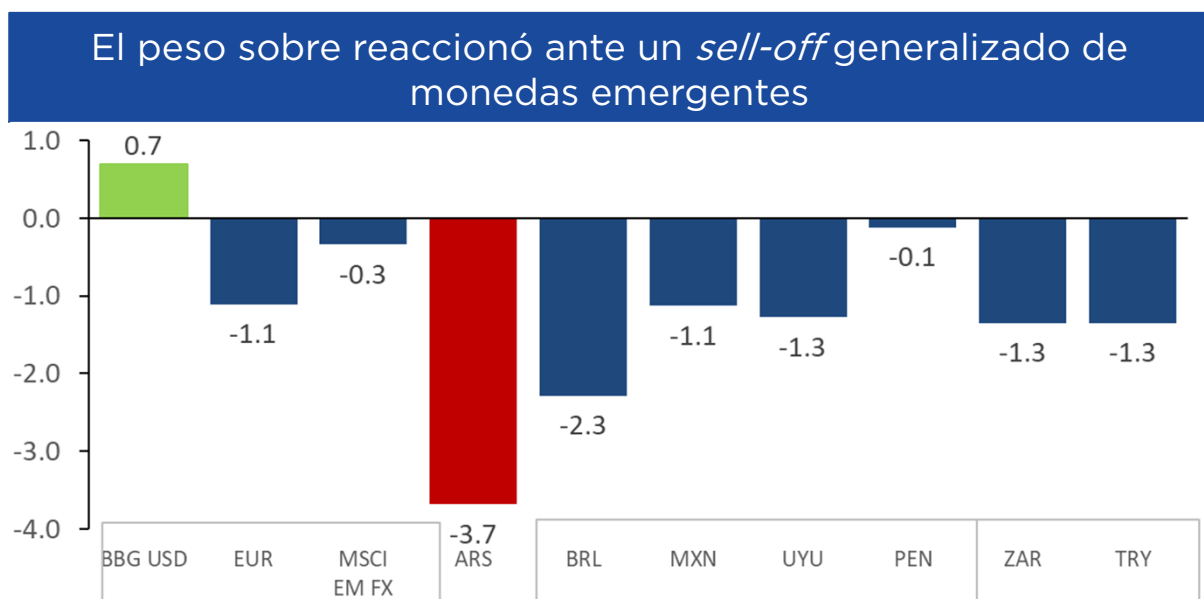
+54 11 2206 2206

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

El dólar, otra vez en el centro de la escena

El tema de esta corta semana fue el tipo de cambio, que se depreció a una velocidad inédita en lo que va del año. El tipo de cambio saltó de \$39,81 al cierre del viernes pasado hasta \$42,50 al cierre de ayer, anotando una escalada de 6,75% en tan solo dos días de operación (el mercado de cambios estuvo cerrado lunes y martes por feriado de carnaval). Hoy el tipo de cambio revirtió parcialmente el movimiento, apreciándose 2,8% a \$41,2 al momento de escribir el informe. **En paralelo, las tasas en pesos también subieron, acompañando la escalada del tipo de cambio.** Las tasas de las Lecaps fueron las que más reaccionaron, incrementándose en promedio 477 pbs, desde niveles de 39,70% el viernes pasado a un promedio de 44,47%; mientras tanto la tasa de Leliq subió 650 pbs hasta 56,76% en la primera licitación de hoy (el BCRA cambió el esquema y pasó a hacer dos licitaciones diarias en vez de una). Las tasas de los bonos ajustables por CER (tasas reales) tuvieron un movimiento mucho más limitado, escalando tan solo 16 pbs en promedio.

El temor a una nueva corrida sobre el tipo de cambio está muy latente. Dado que venimos de un año muy movido en términos de tipo de cambio, donde la economía sufrió una crisis de balanza de pagos que hizo saltar al tipo de cambio en más de un 100% y llevó al Gobierno a recurrir al financiamiento del FMI, la sociedad en general y los inversores en particular están muy sensibles a los movimientos de la divisa. A esto se suma que nos estamos acercando a las elecciones presidenciales, que definirán (nada más y nada menos que) el set de políticas que regirán por los próximos cuatro años. Según las primeras encuestas, el panorama político no está para nada claro y, en este contexto, la economía en general y el tipo de cambio en particular, pueden jugar un papel importante. Más allá de la preocupación (entendible) sobre la dinámica del peso, creemos necesario destacar algunos puntos que nos permiten poner en perspectiva lo que pasó con el dólar en estos últimos días.



Fuente: Bloomberg

El dólar, otra vez en el centro de la escena

- 1) Cuando se analiza lo que pasó esta semana con las monedas emergentes en general, se observa que hubo un *sell-off* generalizado, gatillado por un recrudecimiento de las preocupaciones por el crecimiento de la economía global. Estas preocupaciones no son nuevas, pero lo que ocurrió esta semana es que tanto la OCDE como el BCE recortaron sus proyecciones de crecimiento y las pusieron en evidencia. Por supuesto, por las debilidades estructurales de la economía local, el peso argentino sobreactuó, depreciándose casi el doble de las principales monedas emergentes.
- 2) Con una nominalidad tan alta, los movimientos del tipo de cambio en términos absolutos asustan, pero en términos reales se relativizan bastante. La inflación acumulada del 1T19 muy probablemente sea superior al 10% (en enero fue 2,9%, mientras que esperamos 3,9% y 3,3% para febrero y marzo respectivamente). En este contexto, el movimiento del tipo de cambio de \$2,7 entre el cierre de ayer y el viernes pasado prácticamente compensa la inflación de enero y febrero. Visto desde otro modo, cuando vemos el movimiento del tipo de cambio en términos reales, con esta depreciación, el peso se debilitó 6% en lo que va del año y está en niveles similares a los de fines de noviembre del año pasado.
- 3) El volumen operado en el MULC fue bastante bajo en términos históricos. Esto es importante, puesto que generalmente los episodios de estrés en los mercados de cambios suelen darse con niveles relativamente altos de volumen. Concretamente, el volumen operado promedio en el MULC entre ayer y hoy fue de USD 360 millones por día, mientras que en mayo del año pasado (plena corrida), el volumen promedio era de USD 730 millones diarios.

El volumen operado en el MULC fue bastante bajo en términos históricos

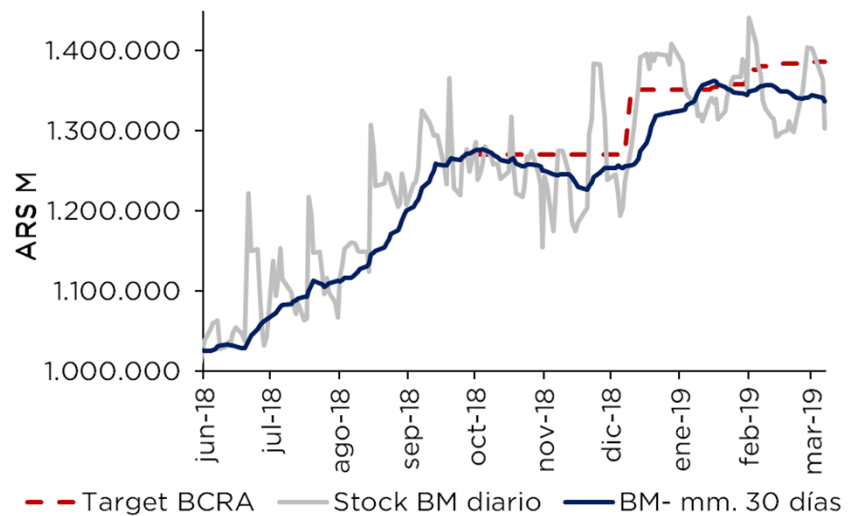


Fuente: Consultatio Investments en base a BCRA

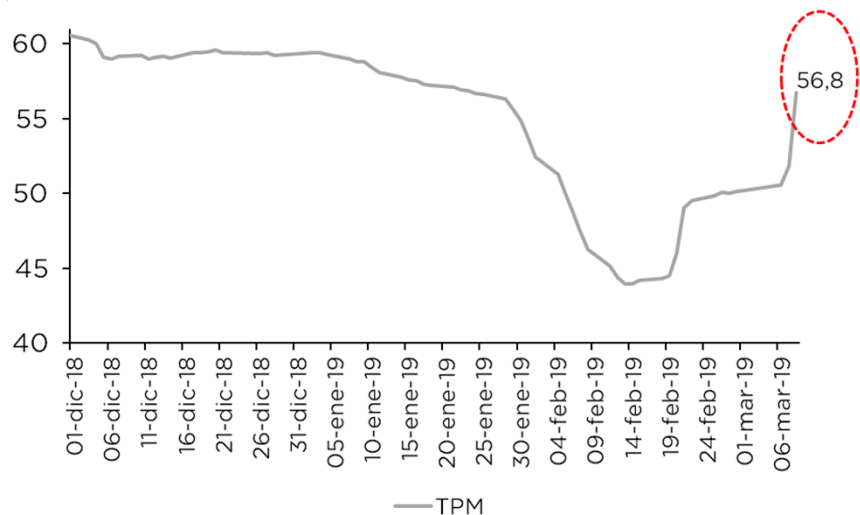
El dólar, otra vez en el centro de la escena

4) Desde el punto de vista técnico, no hay condiciones dadas para que la depreciación del peso se profundice. (i) Por un lado, los dólares que aporta el agro deberían comenzar a liquidarse a partir de fin de mes. La cosecha va a ser muy buena y creemos que los productores deberían vender: no hay mucha razón para no hacerlo; (ii) por otro lado, el gobierno tiene dólares por USD 6.300 millones en el BCRA y a fin de mes llegan USD 11.000 millones de un nuevo tramo del préstamo stand-by del FMI, que el gobierno deberá salir a vender al mercado (aparentemente vía subastas diarias) entre el 2T19 y el 3T19 para financiar gastos en pesos; (iii) no menos importante fue la reacción rápida y (a nuestro entender pertinente) de la autoridad monetaria, que absorbió base monetaria a un ritmo considerable en las últimas tres ruedas, por casi ARS 130.000 millones (10% de la base monetaria); y además ya se había autoimpuesto un compromiso explícito de sobre cumplimiento de ARS 40 mil millones en la meta de base monetaria para los próximos meses; finalmente también debemos tener en cuenta que bajo este programa monetario, ante una aceleración de la inflación como estamos experimentando, la política monetaria se vuelve cada vez más contractiva.

El BCRA absorbió ARS 130.000 millones de base monetaria en 3 días (al cierre de ayer)



La tasa de Leliq subió 650 bps esta semana hasta 56,76%



Fuente: Consultatio Investments en base a BCRA

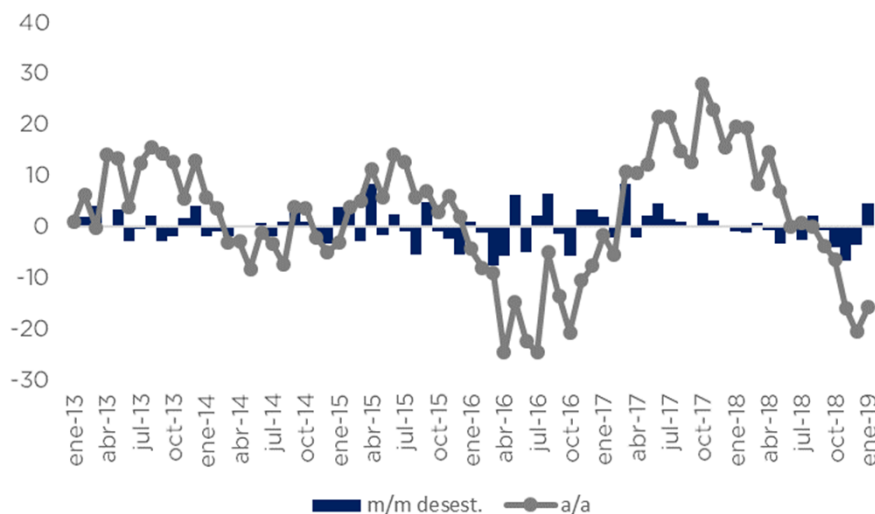
El dólar, otra vez en el centro de la escena

¿Llegó a un piso el nivel de actividad?

Siguen alimentándose las esperanzas de haber tocado un piso en términos de actividad. El INDEC dió a conocer esta semana que la industria (IPI) y la construcción (ISAC) tuvieron un crecimiento de 4,6% y 4,5% m/m en enero en términos desestacionalizados (-10,8% y -15,7% a/a). El dato de industria debe ser tomado con pinzas ya que en los primeros meses del año la actividad de dicho sector se ve muy afectada por las paradas de planta, la acumulación de stocks y las vacaciones de verano y, por lo tanto, lo correcto sería mirar los meses de enero y febrero en conjunto. Además, cuando se observa la amplitud del crecimiento secuencial (m/m), se observa que solo 28 de 69 sectores mostraron crecimiento positivo; también cabe recordar que, según la consultora FIEL, la industria creció solo 0,3% m/m en enero en términos desestacionalizados. Estos datos también se suman a datos optimistas de nivel de actividad general en diciembre (EMAE e IGA - OJF subieron 0,7% y 0,3% m/m en términos desestacionalizados) y a mejores datos de consumo (confianza del consumidor y en el gobierno de UTDT subieron 8,9% y 10,1% en febrero).

Como señalamos la semana pasada, la discusión sobre si la economía sale de terapia intensiva ya se ha instalado. Por el lado positivo, cierta recomposición de ingresos reales vía ajuste de jubilaciones y pensiones, aumento de AUH y paritarias deberían ayudar a traccionar el consumo, así como también la pronunciada baja de tasas que tuvo lugar en enero y la primera mitad de febrero (revertida parcialmente por el despertar del tipo de cambio).

EL ISAC creció un 4,5% m/m en términos desestacionalizados en enero



Fuente: Consultatio Investments en base a INDEC

El dólar, otra vez en el centro de la escena

Mercados

Los bonos de la deuda argentina también acusaron recibo del impacto. La prima de riesgo medida por el EMBI+ subió 110 puntos básicos (pb) hasta 777pb hoy desde los niveles de hace un mes. Los bonos más afectados fueron los más cortos y de legislación local, con el AO20 y AY24 liderando la suba de rendimientos.

La renovación del repo con bancos internacionales por parte del Tesoro durante la semana pasada pudo haber jugado un rol en el deterioro de la posición técnica, pero no vemos condiciones para que el deterioro se profundice en el corto plazo desde estos niveles. En los próximos tres meses están previsto vencimientos de deuda de mercado por USD 5,400 millones (AA 19, Duo 19 y AY24) que deberían ayudar no sólo calmar la ansiedad sino también sostener un poco la demanda de los instrumentos del tramo corto de la curva que hoy fueron los más castigados. En este contexto, los créditos provinciales -más ilíquidos- sufrieron más que el promedio de los soberanos.

En términos de posicionamiento, mantenemos sin cambios nuestra recomendación de carteras recomendadas para todos los perfiles de riesgo (ver detalles en publicación separada)

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
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 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.