

Desacoplados

Resumen y conclusiones

- Lo que pasó esta semana fue una continuación de lo que venimos viendo hace un poco más de un mes: un panorama global que sigue sumando en el margen, datos macro locales positivos, pero una mala performance de los activos locales. La única explicación plausible es el riesgo político. Por el momento, no parecería haber grandes catalizadores para que eso cambie en el muy corto plazo.
- En cuanto a datos económicos, no fue una semana con muchas novedades. Las expectativas elevadas en el REM y los datos de actividad estuvieron en línea con lo esperado.
- En términos de posicionamiento, decidimos mantener el nivel de dolarización de nuestras carteras recomendadas. Si bien reconocemos que desde mediados de febrero los resultados no fueron los esperados, vemos una mejora en las condiciones para el peso en las próximas semanas de la mano de una mayor oferta de dólares y una política monetaria más contractiva, en el contexto de un escenario internacional que luce hoy más optimista.

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

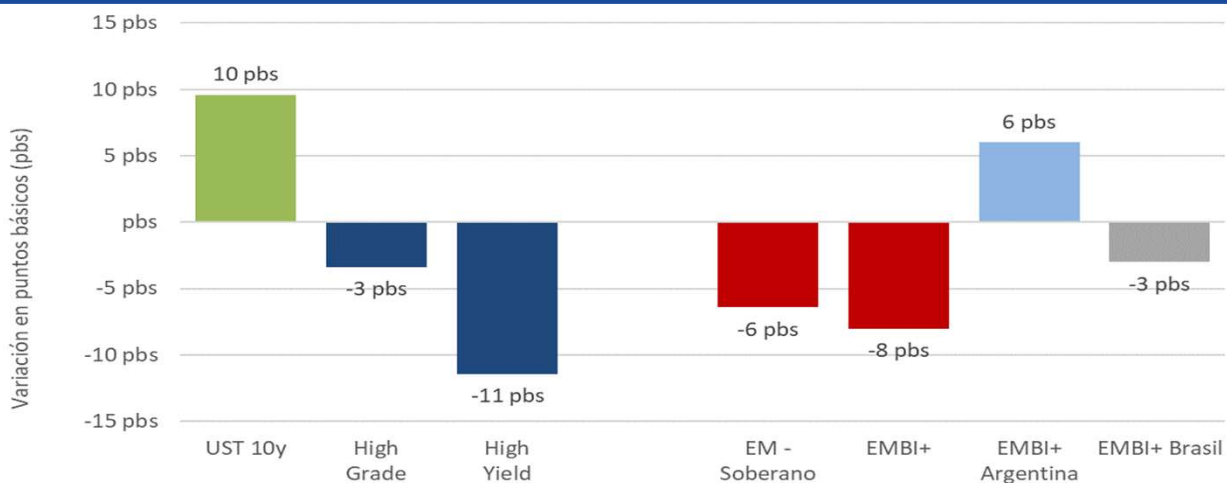
Desacoplados

Una vez más, los activos con riesgo argentino volvieron a mostrar una performance diferenciada respecto del resto de los activos de riesgo globales, los cuales tuvieron una buena semana. El buen clima internacional estuvo explicado por mejores expectativas sobre el acuerdo comercial entre China y EE.UU. y por el muy buen reporte de empleo conocido hoy, que mostró mayor creación de puestos que la esperada y menor inflación de salarios.

En el mercado local, tuvimos un cierre de semana que no fue bueno, ya que el optimismo en los mercados globales no se contagió puertas adentro. Tanto el jueves como hoy fueron días negros para los activos locales, con el peso depreciándose 1,8% y los bonos en dólares cayendo poco más de 1,0% en promedio. Si bien hemos visto movimientos mucho peores en los últimos tiempos, lo que queda claro es que Argentina está cotizando desacoplada del resto, con un componente propio muy fuerte: con jornadas tranquilas en los mercados globales, donde las monedas emergentes se apreciaron y la renta fija emergente subió, Argentina siguió cayendo.

En la semana hubo ciertos rumores de que el FMI habría dicho que estaría dispuesto a convertir el préstamo Stand-by en un Extended Fund Facility (EFF), que tiene plazos de repago mas extensos, de hasta 10 años. Sin embargo, ello no parecería haber impactado en los precios de la deuda argentina ni bastó para evitar que el tipo de cambio evolucione en línea con el resto de las monedas emergentes. **De esta manera, podríamos reformular la frase que escribimos tan solo dos semanas atrás en este mismo reporte “los activos argentinos sufrieron ante las malas noticias globales y no reaccionaron a las buenas”; esta semana directamente “sufrieron ante las buenas noticias internacionales”.**

Los activos argentinos sufrieron ante las buenas noticias internacionales:
Variación semanal en pbs



Desacoplados

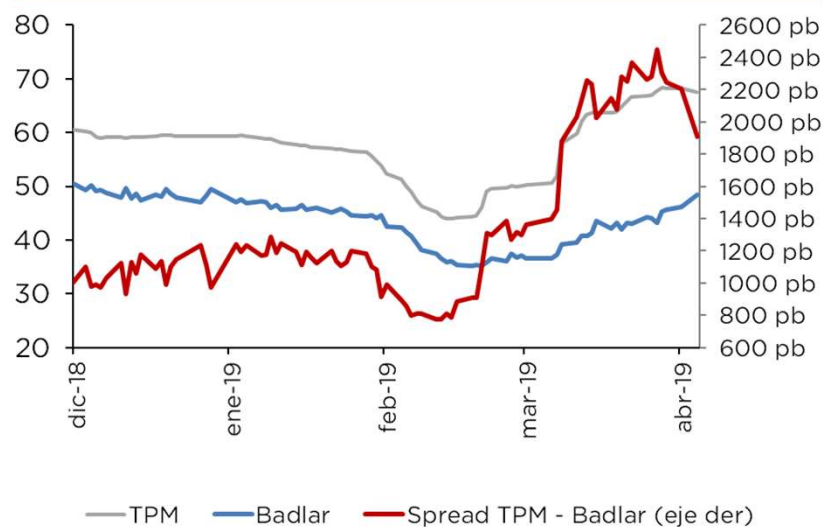
En términos de datos económicos no fue una semana con novedades relevantes. El flujo de indicadores se limitó a la publicación del REM y datos de nivel de actividad donde los resultados no aportaron grandes novedades respecto de lo que se esperaba. Según la encuesta del BCRA, los analistas hicieron un ajuste fuerte en sus expectativas en marzo: la expectativa de inflación para 2019 subió 4,1 pp. a 36%, mientras que la expectativa de tasa de Leliq para fin de año se ajustó 8.0 pp. al alza en 45%. Si indagamos un poco más en el ajuste de la expectativa de inflación, vemos que se debió básicamente a un incremento en las expectativas de inflación núcleo (+5.0 pp.), reflejando lo que venimos sosteniendo hace unas semanas: la inercia inflacionaria está siendo más alta de lo esperado. A pesar de los fuertes ajustes en las expectativas de evolución de los precios, a nuestro entender el REM sigue subestimando la inflación para el corriente año. Una muestra de ello es el número que proyecta para marzo, de 3,5% m/m, cuando estimaciones privadas ya lo ubican cerca del 4,0%. Nosotros siempre hemos sido más pesimistas que el consenso de la encuesta del BCRA y, en esa línea, creemos que el número de inflación de 2019 estará más cerca del 40% que del 36% del REM.

Por otro lado, los datos de construcción e industria de febrero divulgados por el INDEC el jueves fueron buenos. La industria encadenó el segundo mes consecutivo de suba mensual desestacionalizada al crecer 2,4% m/m en febrero según el IPI, mientras que la construcción hizo lo propio al crecer 8,3% m/m. Si bien ambos confirman la buena performance de enero, hay que destacar que en marzo la suba de tasas y el salto en el tipo de cambio muy probablemente le hayan jugado una mala pasada a la actividad. El dato de recaudación tributaria lo confirma, ya que mostró una caída de 10,5% a/a en términos reales (asumiendo 3,8% de inflación para marzo), la peor desde octubre de 2016 (si excluimos los efectos del blanqueo). Los impuestos vinculados a los ingresos (ganancias, bienes personales y seguridad social) cayeron 18,7% a/a en términos reales, la mayor caída desde julio de 2016, reflejando una caída real de los ingresos, agravada por vencimientos que este año caen en abril vs. marzo el año pasado. De todos modos, los impuestos vinculados a la producción también cayeron fuerte en términos reales (-11,9%), con el IVA – DGI y el impuesto a los débitos y créditos, buenos proxys de actividad, cayendo 7,3% y 12% real. El único tributo que mostró una muy buena performance fueron los derechos de exportación (+286% a/a en t. reales), dado que en marzo de 2018 no regían aun las retenciones a todas las exportaciones. Los datos de confianza del consumidor y del gobierno del mes pasado (-4% y -11% m/m) también apuntan a un marzo flojo en términos de actividad.

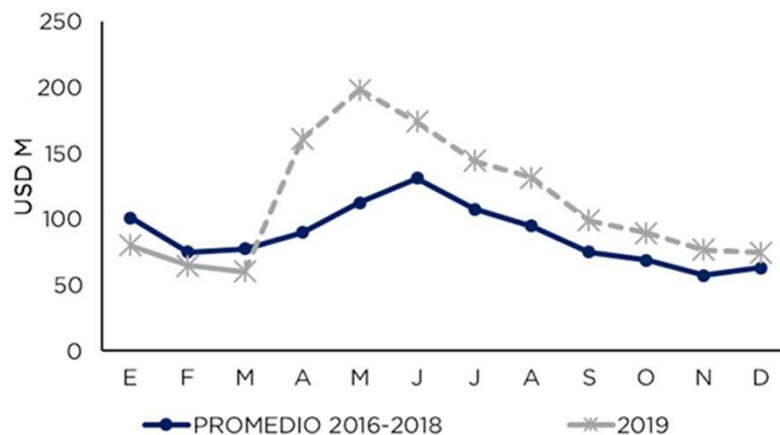
Desacoplados

Un punto importante de resaltar por su implicancia en el futuro sendero del tipo de cambio es que la Badlar aceleró su suba, llegando a 48,50% al cierre de ayer. Detrás de ello parecería estar la medida del BCRA de ponerle un piso en 62,50% a la tasa de Leliq y la decisión de elevar al 100% de los depósitos el límite de los bancos para invertir en Leliq. También podrían haber ayudado las mayores tasas de Lecaps en el mercado secundario. En lo que hace a la evolución del tipo de cambio, creemos que es positivo que la Badlar se despierte. Estimamos que con el nivel actual de tasa de Leliq, la Badlar podría subir hasta 55%. **La mejora en la transmisión de la política monetaria se suma al argumento de los mejores flujos en el mercado cambiario para esperar una buena performance relativa del tipo de cambio en los próximos 2 meses.** Respecto del segundo punto, a los USD 60 M diarios a vender por el Gobierno a partir del 15 de abril, nosotros estimamos que se sumarán entre USD 100 M y USD 150 M diarios en abril y algo más en mayo de parte del agro.

La Badlar aceleró su suba



Liquidaciones del agro (prom. diario mensual): estimamos USD 150 M para abril y USD 200 M para mayo



Desacoplados

En términos de política, la novedad de la semana fue el distanciamiento de Lavagna del resto de los candidatos de Alternativa Federal, lo que puede ser leído como algo negativo para el Gobierno si finalmente Lavagna logra enamorar a los radicales, o como algo positivo porque contribuye aún más a la fragmentación de la única fuerza que, al menos por ahora, es capaz de ganarle contundentemente en un eventual balotaje.

En resumen, lo que pasó esta semana fue una continuación de lo que venimos viendo hace un poco más de un mes: un panorama global más benigno, datos macro locales positivos (en el margen), pero una mala performance de los activos locales. La única explicación plausible es el riesgo político y, por ahora, no parecería haber grandes catalizadores como para que eso cambie en el muy corto plazo. Por lo pronto, este fin de semana habrá elecciones provinciales en Rio Negro y Chubut. Los resultados muy difícilmente sean extrapolables a la Nación, siendo que, por un lado, estas provincias representan tan solo 1,6% y 1,3% del electorado y que, por otro, el oficialismo está en mano de partidos provinciales que focalizaron la campaña en asuntos locales. Tanto los candidatos de Cambiemos, como los del Kirchnerismo, se ubican detrás de los oficialismos provinciales en las encuestas. Como fue en el caso de Neuquén, una victoria del partido gobernante podría ser leída como positiva en el margen para el gobierno.

En términos de posicionamiento, tomamos la decisión de mantener el nivel de dolarización de nuestras carteras recomendadas. Cuando bajamos la dolarización el pasado 4 de enero, logramos captar un buen momento para el peso durante el primer mes y medio, período durante el cual también captamos ganancias de capital por la baja de tasas. Si bien reconocemos que desde mediados de febrero la situación fue la opuesta y, por tal motivo, los resultados no han sido los esperados, creemos conveniente esperar al menos una semana más para ver si nuestros argumentos se materializan o si, por el contrario, la incertidumbre política sigue siendo el principal lastre en el tipo de cambio (en cuyo caso, subiremos la dolarización). Esta decisión se basa en nuestra expectativa de una mejora en las condiciones para el peso de la mano de una mayor oferta de dólares y una política monetaria más contractiva (con un mecanismo de transmisión que va mejorando), todo esto en el contexto de un escenario internacional que luce hoy más optimista.

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 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 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.