

Lo que mayo nos dejó

Resumen y conclusiones

- La radiografía de la evolución de los precios de activos financieros en el último mes deja 4 mensajes interesantes de tener en cuenta:
 - Argentina se comportó de manera diferenciada (esta vez por la positiva) del resto de los activos de riesgo globales;
 - La estabilización del mercado cambiario es condición necesaria y no un efecto de cualquier recuperación;
 - El piso de las valuaciones subió desde 2018;
 - En el caso que se materialice, la baja de la incertidumbre financiera se va a expresar de manera muy diferente entre las distintas clases de activos.
- El desafiante contexto internacional, así como también el elevado grado de incertidumbre política actual ameritan mantener un sesgo cauto respecto del posicionamiento de las carteras de inversión.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

+54 11 2206 2206

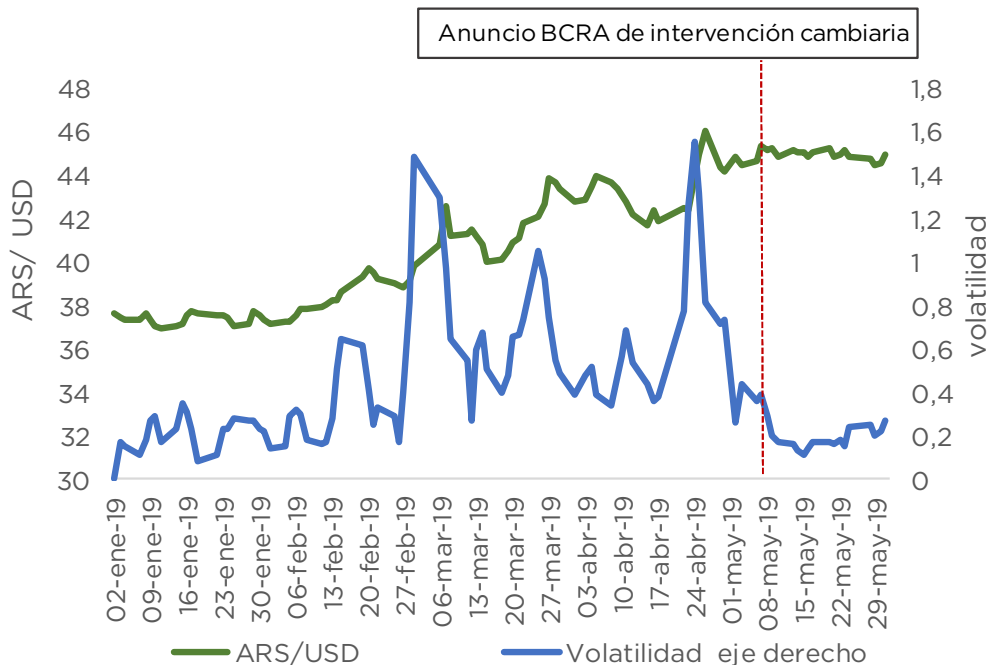
Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque Bureaux
Módulo IV - 3er Piso
C1425DFE

Lo que mayo nos dejó

La radiografía de la evolución de los precios de activos financieros en el último mes deja 4 mensajes interesantes de tener en cuenta en nuestra opinión: 1) Argentina se comportó de manera diferenciada (esta vez por la positiva) del resto de los activos de riesgo globales; 2) la estabilización del mercado cambiario es condición necesaria y no un efecto de cualquier recuperación; 3) el piso de las valuaciones subió desde 2018 y, 4) en el caso que se materialice, la baja de la incertidumbre financiera se va a expresar de manera muy diferente entre las distintas clases de activos.

La modificación del régimen cambiario a principios de mes habilitando al Banco Central a intervenir de manera discrecional permitió no sólo detener la pérdida de valor del peso sino también -y tal vez más importante- disminuir muy significativamente su volatilidad. El *rally* toma aún mucha más relevancia porque se desarrolló en un contexto global muy adverso para activos de riesgo.

Tipo de cambio y volatilidad



Lo que mayo nos dejó

El tipo de cambio y las acciones locales fueron las dos clases de activos que más se beneficiaron. El peso se apreció 0,2% en términos nominales hasta \$44,7 vs monedas emergentes cayendo 1,2% en términos nominales (si ajustamos por tasa de interés, la diferencia es todavía mayor); mientras que el Merval subió 14,0% en dólares frente a un S&P cayendo más de 5% y acciones emergentes desplomándose un 11,0%. Entendemos que el atractivo de las valuaciones sumado a la inclusión de Argentina en los índices emergentes es lo que está explicando este comportamiento

En la renta fija en USD el comportamiento fue distinto. La mejora está limitada por el fantasma del “canje a la uruguaya”, que impacta plenamente sobre los bonos más cortos. Si bien la diferenciación versus el resto del mundo se mantiene (el riesgo país comprimió 8 pts vs. el promedio de emergentes subiendo 21 pts), los bonos más largos tuvieron una mejor reacción que los cortos. El AC17 subió 2,5% respecto de principios de mayo, mientras que el AA21 se mantuvo casi sin variaciones. Además, los bonos ley Nueva York subieron más que los de ley local: el spread entre el rendimiento del AY24 y el A2E2 pasó de 110 pbs a principios de mes a 250 pbs al momento de escribir este reporte.

El tercer bloque diferenciado lo constituyen los bonos en pesos, donde los activos casi no captaron el *rally* y las tasas siguen cotizando en niveles (nominales y reales) muy altos. Entendemos que la clave para este comportamiento que es la perspectiva de la política monetaria (ver detalle en última sección del presente informe). El Banco Central no tiene margen para bajar la tasa de interés y eso pone un piso muy alto para todas las curvas.

A nuestro entender, el desafiante contexto internacional, así como también el elevado grado de incertidumbre política actual ameritan mantener un sesgo cauto respecto del posicionamiento de las carteras de inversión. Con valuaciones que son menos atractivas que a principio de mes, creemos que hay pocas razones para sumar riesgo a los portafolios en estos niveles. De todos modos, para aquellos que deseen aumentar su exposición a activos locales, a continuación, damos una visión breve respecto de cada clase de activos locales.

Lo que mayo nos dejó

Tipo de cambio

El nuevo esquema cambiario de mayor intervención probó ser exitoso en su principal objetivo de disminuir la volatilidad del tipo de cambio, incluso en un contexto adverso. Creemos que este nuevo esquema, junto con una política monetaria que mantendrá su sesgo muy contractivo (ver última sección del informe), serán factores que tenderán a sostener el tipo de cambio en términos reales. Sin embargo, en la medida que la liquidación de agroexportadores se vaya diluyendo luego de junio y las PASO se vayan acercando, los riesgos de aumento en la volatilidad irán siendo mayores. La elevada nominalidad de la economía (aún con la inflación desacelerándose) y la reciente depreciación de monedas de socios comerciales implicó que la estabilidad cambiaria de mayo tenga un elevado costo en términos de tipo de cambio real: se apreció 6,8% desde el 28-abr. Finalmente, el riesgo de refinanciación de Letes y Lecaps (el principal riesgo de corto plazo a nuestro entender) también podría poner algo de ruido en la cotización del peso, algo que no fue evidente esta semana donde quedaron más de ARS 40.000 millones sin renovar. El balance, para nosotros, es negativo y por eso mantenemos la recomendación de asignar una proporción relativamente elevada de la cartera para instrumentos en dólares.

Acciones

Las acciones son la clase de activos donde los resultados son más binarios. La muy buena performance durante el mes de mayo seguramente se explique por el nivel muy bajo del que partieron y por cierto efecto de la formalización de la inclusión al índice MSCI. Probablemente ambos factores ya se hayan atenuado lo suficiente y la realidad es que todavía estamos muy lejos de tener un panorama esclarecido en el plano político. En base a esta visión, decidimos mantener una exposición baja a acciones argentinas por el momento.

Bonos en pesos

Nuestra visión de la política monetaria nos indica que, incluso en un escenario positivo en el cual la inflación se desacelera en los próximos meses a un nivel de 2,5% m/m, las tasas de interés se mantendrán en niveles muy elevados (ver última sección). Bajo esta tesis, y teniendo en cuenta además nuestro panorama del tipo de cambio, asumir riesgo duración en las curvas de peso no hace demasiado sentido. El ejemplo mas claro es la curva CER: los bonos cortos atados a CER rinden entre 30% y 35% más inflación, lo cual puede parecer un rendimiento por demás atractivo, pero la realidad es que en un escenario de reducción en la inflación la pérdida de carry compensaría en una medida importante la compresión que pueda mostrar la tasa.

Lo que mayo nos dejó

Bonos en dólares

La acción de precios de este mes nos lleva a pensar que el mercado comienza a pensar mucho más seriamente la posibilidad de un “canje a la uruguaya”. Esta idea se refuerza aun más tras los dichos del flamante precandidato a presidente Alberto Fernández, cuando dio a entender en una entrevista algo muy parecido a eso. En este contexto, decidimos actualizar el ejercicio que llevamos a cabo a mediados de abril, en el cual simulábamos el impacto de un canje con estiramiento de plazos y sin quita. A los precios actuales, un evento de “canje a la uruguaya” con estiramiento de vencimientos de 4 años y sin quita de valor nominal en los bonos requeriría una prima de riesgo país del orden de 780 pts para que el resultado en términos de retorno total fuese neutral para el inversor (exit yields en torno al 10,0%), un nivel mucho mayor que cuando realizamos el ejercicio por primera vez. La compresión requerida de rendimientos para quedar neutrales es mucho mayor en los bonos de corto plazo (400 pbs en promedio) que los largos (50 pbs) dado que éstos últimos ya operan a paridades en torno a USD 70. Por esto mismo, en la curva de USD nos sentimos más cómodos asumiendo riesgo duración que apostando por una normalización pronta en la pendiente de la curva. El vehículo para expresar un escenario optimista sobre Argentina en bonos en USD es vía bonos largos de la curva ley Nueva York.

¿Qué podemos esperar de la política monetaria?

La dureza del programa monetario comenzó a hacerse sentir en el cumplimiento de la meta de la base monetaria. En mayo, por primera vez, la meta probó ser mucho más difícil de alcanzar que en los meses anteriores. El principal factor detrás de este fenómeno es la elevada nominalidad con la que opera la economía, que hace que la alta demanda transaccional de dinero comience a “chocar” con el cumplimiento de la meta por parte del BCRA. En el mes de mayo, además, la autoridad monetaria aprovechó la estabilidad cambiaria para disminuir muy paulatinamente la tasa de Leliq, que se contrajo 330 pbs hasta 70,73% al día de ayer, lo que también le jugó en contra a la hora de cumplir con la meta. Si bien todavía no tenemos datos para el día de ayer y el de hoy, parecería ser que el BCRA logró cumplir con la meta por un margen muy delgado. Además, es importante destacar que Sandleris contó con una gran ayuda para la consecución de tal objetivo: el Tesoro depositó ARS 23.700 M en una cuenta del BCRA (no se contabiliza como base monetaria) el viernes pasado y podría haber hecho lo mismo el día de ayer. En resumen, comienza a verse con mucha más claridad la verdadera dureza del programa monetario, la cual venimos destacando desde principio de año, y que reforzamos con los cambios que se introdujeron.

Lo que mayo nos dejó

¿Qué implicancia tiene esto para el devenir próximo de la macro local?

A nuestro entender, pueden pasar dos cosas: o bien el BCRA deja de ser tan estricto en el cumplimiento de la meta monetaria, o hace todo lo que está a su alcance para cumplirla. Creemos que el camino que optará es el segundo ya que se enfrenta a una situación donde corre riesgo de cometer dos tipos muy distintos de errores: (i) equivocarse por ser demasiado laxos con la política monetaria, probablemente en su afán por querer reactivar una economía que todavía se muestra extremadamente frágil de cara a las elecciones; o (ii) equivocarse por ser demasiado restrictivos, que en definitiva sería cumplir con el programa monetario tal cual lo fueron configurando. Y la realidad es que, en el último tiempo, el BCRA ya tuvo dos errores de tipo (i) y sufrió las consecuencias negativas (con Sturzenegger y con Sandleris en ene-18 y feb-19). Además, la matemática del tiempo en el cual una política monetaria mas laxa derivaría en una mejora en la actividad para las elecciones no cierra: la ventana de tiempo es muy corta.

Por esto, vemos que la dureza del programa monetario se va a ir haciendo notar cada vez más, el BCRA tendrá menos margen para ir favoreciendo una baja en la tasa de Leliq. En este escenario, los riesgos de tipo de cambio están un poco más contenidos, pero igualmente estarán presentes ya que pasan por otros factores (riesgo político casi exclusivamente). En ese contexto, vemos la inflación desacelerándose desde los niveles actuales, aunque todavía manteniéndose ligeramente por encima del 2,5% por la elevada inercia inflacionaria y cierto acompañamiento del tipo de cambio para evitar una profundización de la apreciación real de mayo.

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.