

Positivo pero no bueno

Resumen y conclusiones

- El dato económico de la semana fue la inflación de abril, que sorprendió positivamente al situarse en 3,4% cuando el consenso del mercado esperaba 4,0%. Para los próximos meses, creemos que la mayor estabilidad que por el momento exhibe el tipo de cambio podría ayudar a continuar con la reducción de la inflación. De todos modos, no hay que perder de vista que los riesgos de que ello no ocurra son altos.
- Se conocieron los datos fiscales de abril, que si bien fueron positivos en el corto plazo, dejaron en claro que la consecución de la meta fiscal de 2019 será un desafío importante teniendo en cuenta la evolución de los ingresos.
- La acción de precios en los mercados locales durante las últimas semanas arroja señales mixtas. El tipo de cambio continua reaccionado de manera positiva al nuevo esquema del BCRA, los bonos en dólares se quedaron sin combustible y esta semana cayeron, mientras que las curvas en pesos ampliaron sus rendimientos.

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

Positivo pero no bueno

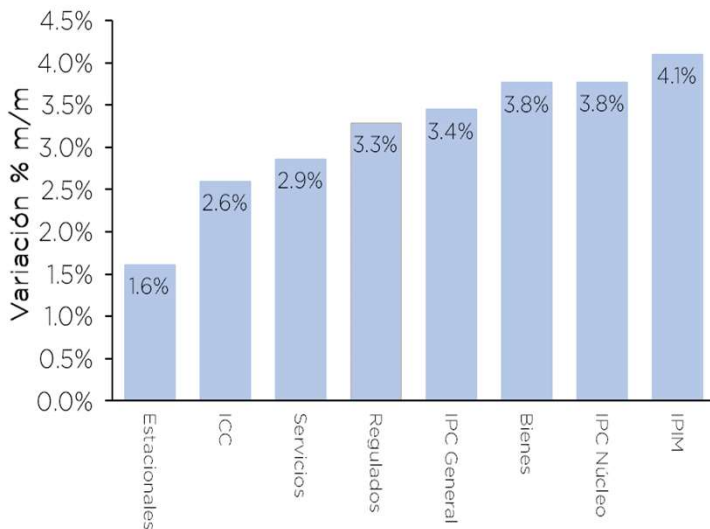
El dato económico de la semana fue la inflación de abril, que sorprendió positivamente al situarse en 3,4% cuando el consenso del mercado esperaba 4,0%. Todas las categorías de la canasta se desaceleraron vs. el mes previo y 5 de los 12 rubros se situaron por debajo de la línea del 3,0%, lo cual nos dice que no se trató de algo puntual. La desaceleración en el rubro de alimentos y bebidas (2,5% en abril vs. 6,0% en marzo) fue muy positiva tanto por su magnitud como su el impacto social y político.

Dicho eso, hay algunas cuestiones que ameritan moderar el optimismo: la mayor desaceleración se vio en la categoría de precios estacionales (-3,2 pp. vs. marzo), y si bien la ponderación de estos precios es baja en la canasta total, nada garantiza que ese factor se mantenga en los próximos meses. La inflación núcleo se desaceleró 0,8 pp. (desde 4,6% a 3,8%), pero todavía se mantiene en un nivel elevado, más aún si tenemos en cuenta que el tipo de cambio en abril se depreció tan solo 1,5% (vs. 11% en marzo). El dato de inflación fue positivo, pero no una buena noticia. Un número de inflación mensual de 3,8% sigue siendo preocupante y habla de una inercia de precios muy elevada, que llevará tiempo recortar.

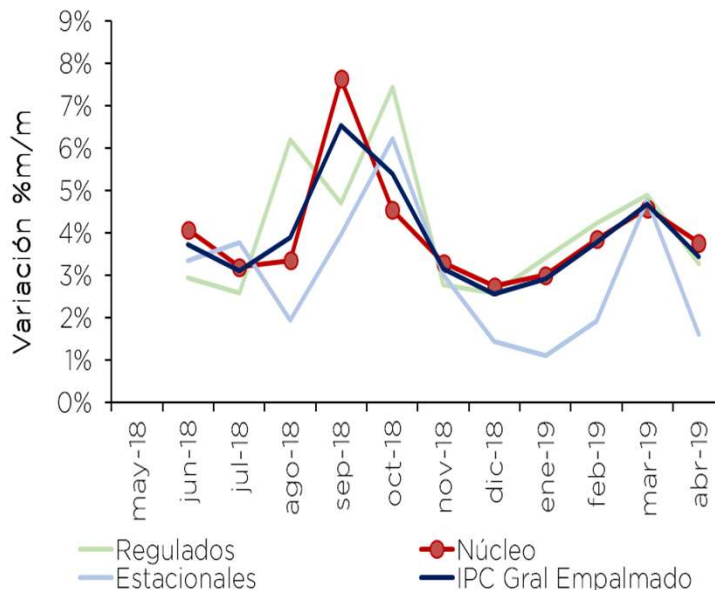
Para los próximos meses, creemos que la mayor estabilidad que por el momento exhibe el tipo de cambio podría ayudar a continuar con la reducción de la inflación. De todos modos, no hay que perder de vista que los riesgos de que ello no ocurra son altos. La estabilidad del tipo de cambio es función del poder de fuego del BCRA, la incertidumbre electoral y el contexto global. Si bien tenemos una idea de la capacidad del BCRA para intervenir en el mercado cambiario (reservas netas por alrededor de USD 20.000 M), todavía no está del todo claro cuál es la posición del FMI al respecto, teniendo en cuenta las metas de reservas netas que solía imponer. En segundo lugar, la incertidumbre política seguramente irá en aumento, mientras que el contexto global es más impredecible.

Positivo pero no bueno

Estacionales marcó la menor suba



El nivel de IPC y Núcleo sigue alto

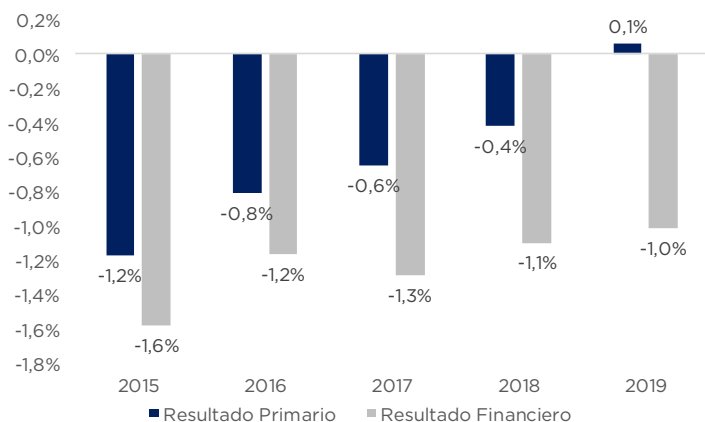


Esta semana también se conocieron los datos fiscales de abril, que si bien fueron positivos, dejaron en claro que la consecución de la meta fiscal de 2019 será un desafío importante. El Gobierno mostró un superávit primario de ARS 499 M, que compara con un déficit de ARS 11.300 M el mismo mes del año pasado. En el acumulado del año, el superávit primario asciende a 0,1% del PBI, una mejora de 0,5 pp. respecto del déficit de 0,4% del mismo período del año pasado (teniendo en cuenta el PIP, que el año pasado no se incluía dentro del déficit). Dicha mejora se debe exclusivamente a una caída en el gasto primario (-0,5 pp.) ya que los ingresos primarios vienen teniendo una mala performance (sin cambios como porcentaje del PBI) como consecuencia de la debilidad en la actividad. La caída en el gasto primario responde a una leve contracción en el gasto de consumo en salarios (-0,1 pp.), una caída en el gasto de seguridad social (-0,2 pp.) y en otros gastos corrientes (-0,2 pp.). Es importante destacar que la línea de transferencias corrientes tuvo un leve incremento respecto de los valores en el mismo período del año pasado, el cual se debe a un incremento de 0,1 pp. en los subsidios (transferencias a provincias se mantienen constantes).

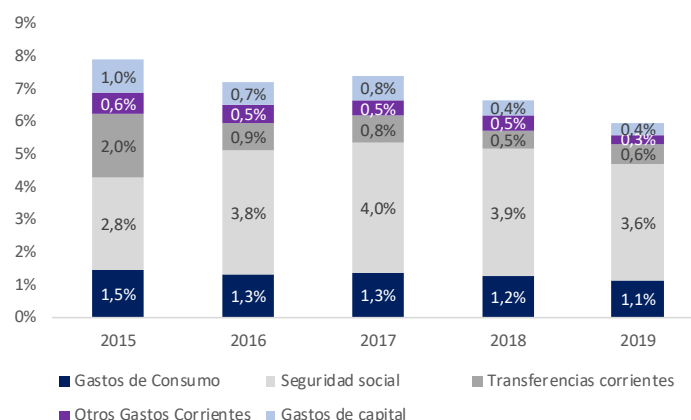
Positivo pero no bueno

De esta manera, el Gobierno quedó en condiciones de cumplir la meta de superávit primario de 0,1% en el 2T19, lo que garantizaría el desembolso de USD 5.400 M en junio. De todos modos, el comportamiento de los ingresos deberá seguir siendo monitoreado desde muy cerca ya que representan un riesgo importante para el cumplimiento de la meta fiscal ajustada de déficit primario de 0,5% del PBI.

Resultado primario y financiero acumulado a abril



Desagregación del gasto público



Otro hito de la semana fue la emisión de Lelink, un nuevo instrumento diseñado para reducir el riesgo de presión cambiaria derivado de la fijación del tipo de cambio para el bono dual 2019 el 14 de junio. Las Lelink son Letras dólar-link, es decir, denominadas en dólares pero que pagan en pesos (similar al bono dual). El Tesoro emitió USD 1.200 M, repartidos entre los vencimientos de 4-sep-19, 4-oct-19, 4-nov-19 y 4-dic-19. Si bien aproximadamente USD 1.000 M fueron suscriptos mediante el bono dual 2019, hay rumores que alrededor de USD 500 M de este monto correspondió al sector público. De esta manera, el canje del bono dual explicado por sector privado ascendió a tan solo USD 500 M, es decir, un tercio de los USD 1.500 M de bono dual que estaban en su poder. El resultado de la licitación es relativo: por un lado, el Tesoro logró distribuir todo en 5 vencimientos hacia fin de año y obtuvo financiamiento neto por USD 250 M a tasas del orden del 4,5%, que lucen bastante bajas en este contexto. Sin embargo, el riesgo de presión cambiaria para el 14 de junio no se diluyó, todavía quedan USD 1.000 M en manos privadas que podrían querer dolarizarse en esa fecha, que justamente coincide con la fecha límite para presentar las alianzas. Además, en lo que respecta al programa monetario, cabe destacar que todavía no se han llevado a cabo renovaciones significativas más allá de este año, tarea que será necesaria encarar en algunos meses de manera tal de poder cerrar el programa financiero.

Positivo pero no bueno

En el plano político, se destacó en la semana la publicación del índice de confianza en el gobierno (ICG) de mayo, que creció 5,6% y, de alguna manera, podría estar confirmando la mejora del oficialismo en ciertas encuestas que se divulgaron la semana pasada. Si bien existe una correlación positiva entre el ICG y los votos oficialistas, no basta con un solo dato mensual para sacar conclusiones. Además, así como hemos visto encuestas donde la intención de voto del oficialismo mejora, también hemos visto lo contrario, con lo cual el panorama es todavía muy difuso. Para agregarle ruido a este tema, esta semana el presidente del radicalismo, Alfredo Cornejo, dijo que *“no hay que descartar que Macri no sea candidato”*, lo que desató una serie de declaraciones y especulaciones de todo tipo. Lo que es un hecho es que la convención radical a llevarse a cabo a fin de mes será un evento político importante para monitorear.

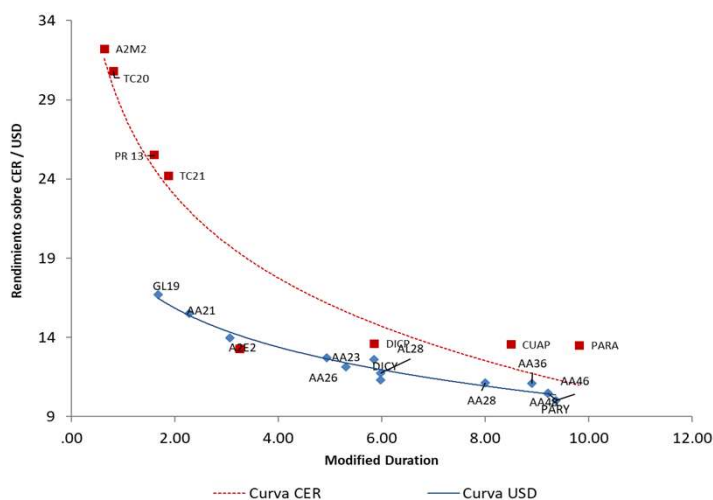
En este contexto, la acción de precios en los mercados locales durante las últimas semanas arroja señales mixtas. Por un lado, el tipo de cambio parecería haber reaccionado positivamente al nuevo esquema planteado por el BCRA ya que su volatilidad se ha reducido significativamente y el beta respecto a otras monedas emergentes parece haberse reducido. Por otro lado, los bonos en dólares, que habían mostrado una mejora notable en la semana posterior al anuncio del nuevo esquema cambiario (29-abr), se quedaron sin combustible y, de hecho, en esta semana cayeron. A pesar de ello, todavía se encuentran en niveles superiores que los de comienzos de mayo.

Por su parte, las curvas de pesos son las que más sufren: tanto las Lecaps, como la curva CER ampliaron rendimientos respecto de fines de abril y la liquidez en dichos mercados ha disminuido bastante. Un reflejo de esto es que la publicación del dato positivo de inflación de esta semana prácticamente no impactó en la curva CER. El golpe acusado por dicha curva llama la atención: el TC20 rinde cerca de 30% vs. el AO20 en 16%, lo que nos habla de que una depreciación real implícita de casi 15%. El spread entre el rendimiento del TC20 y el AO20 se amplió desde fines de abril, lo cual se hace difícil de conjugar con el hecho de que el spread por legislación (AO20 vs. AA21) se contrajo casi 50 pbs durante el mismo período. Finalmente, la curva de futuros también se encuentra bastante débil. Si bien no lo podemos confirmar, el mayor volumen en este mercado podría estar indicando la presencia del BCRA como comprador, lo cual tendría sentido para volver a ganar espacio para futuras intervenciones en este mercado en los próximos meses.

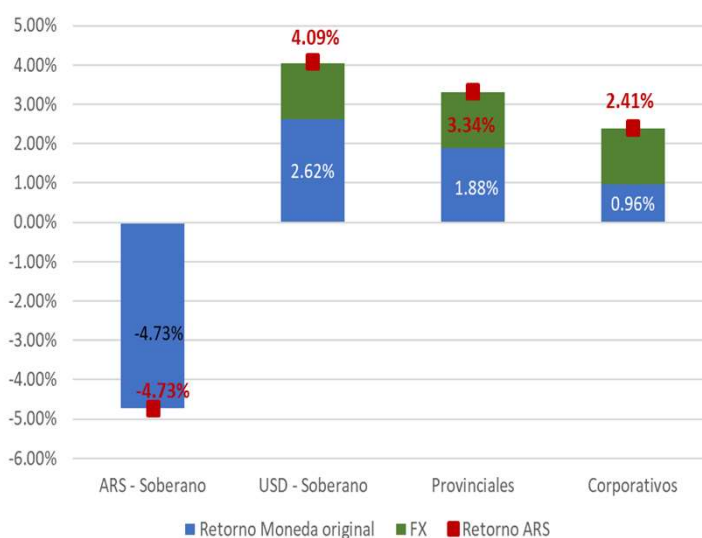
Positivo pero no bueno

Finalmente, el Merval ha subido 15% en pesos desde entonces (14% en dólares). En este contexto de mercado, es difícil atribuir la suba a una mejora en las perspectivas políticas. En ese escenario, sería esperable que las compañías vinculadas a servicios públicos (energía) suban más que el resto. Esto sin embargo no es lo que ocurrió: bancos subieron 13,5% y las energéticas 12,0%.

Rendimiento bonos CER y curva soberana en USD



Rendimiento semanal de activos de renta fija locales



En resumen, si bien la macro dio noticias relativamente positivas esta semana, la serie de riesgos que destacamos en nuestro informe de la semana pasada siguen intactos. En este contexto, los mercados reaccionan de manera poco sincronizada y arrojan señales que van en sentidos opuestos. Sería esperable ver correcciones en algunos activos a medida que se va incorporando mas contenido al set de información de los inversores. En particular, no vemos catalizadores para que dichas correcciones se hagan hacia arriba, con lo cual decidimos mantener el posicionamiento conservador en nuestras carteras recomendadas.

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.