

¿Continuará?

Resumen y conclusiones

- Las condiciones financieras registraron una mejora importante en la última semana, sin que resulte claro cuáles son los factores fundamentales que la impulsaron.
- A nuestro entender la menor volatilidad de los precios de activos y variables financieras de esta semana no refleja más que una pausa de mercado.
- Con esta perspectiva, es muy posible que la calma que se registró en los últimos días se vea desafiada de forma tal que no es evidente que hayamos visto aún el piso del precio de bonos y acciones. Dicho de otra manera, no debería sorprender si las condiciones empeoran antes de que podamos dar cuenta de una mejora sostenida.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

+54 11 2206 2206

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

¿Continuará?

La situación financiera registró una mejora importante en la última semana, sin que resulte claro cuáles son los factores fundamentales que la impulsaron.

Cierto, la dinámica de un conjunto de variables clave (volatilidad de mercado, salida de depósitos, pérdida de reservas y brecha cambiaria) empieza a mostrar signos de estabilización vs el comportamiento que tuvieron en las primeras semanas post-PASO. Sin embargo, todavía estamos lejos de poder afirmar que constituyan indicios de cambio de tendencia.

Comportamiento Post PASO de principales variables financieras

Variable	Semana 1 al 16/8	Semana 2 al 23/8	Semana 3 al 30/8	Semana 4 al 6/9	Semana 5 al 13/9	Semana 6 al 19/09	Primeras 4 semanas	Últimas 2 semanas
Var Res Internac USD M*	-3.904	-2.805	-4.167	-3.148	-863	-363	-14.024	-1.226
Var Dep, Privados en USD M**	-1.971	-1.624	-2.700	-3.324	-735	-300	-9.619	-1.035
Var Plazos fijos privados en \$ M	-15.575	7.780	-42.008	-25.556	1.703	n/d	-75.359	1.703
Brecha CCL - Siopel	3%	0%	7%	15%	30%	21%	15%	21%
Retorno semanal - AY24	-27%	-15%	-35%	35%	1%	-4%	-45%	-3%
Volatilidad semanal - AY24	45%	13%	7%	7%	20%	11%	27%	16%
Retorno semanal - Merval USD	-46%	-10%	-20%	11%	-4%	7%	-57%	3%
Volatilidad semanal - Merval USD	51%	13%	4%	11%	4%	7%	29%	7%

* excluye USD 2,6 Bn de caída por pago de Repo del Tesoro

** estimado en base a variación de RRIL

A nuestro entender la menor volatilidad de los precios de activos y variables financieras de esta semana no refleja más que una pausa de mercado. Todavía no vemos ningún factor fundamental que se haya estabilizado de manera que justifique una reducción significativa en la volatilidad financiera.

Como hemos sostenido en reportes anteriores, entendemos que el factor fundamental sobre el cual se ordenarán todas las variables macro (reales y financieras) es el tratamiento que se le vaya a dar a la deuda. Y, al menos por ahora, seguimos sin novedades relevantes en ese frente.

¿Continuará?

El proyecto de Ley que envió ayer el Gobierno al Congreso tres semanas después de haberlo anunciado no representa un gran avance hacia la solución. En lo fundamental, no discute los términos de una restructuración sino la forma en la que debe ser llevada a cabo: propone incluir cláusulas de acción colectiva que protejan a los tenedores de deuda con legislación argentina. En los hechos, esto es dotar a los tenedores con derechos que hoy no tienen, quitándole discrecionalidad al próximo Gobierno. Así, de aprobarse el proyecto, los tenedores de bonos con legislación argentina tendrían una situación más equiparable a los tenedores de bonos con ley extranjera y no estarían expuestos a la misma situación que estuvieron hace tres semanas los tenedores de Letes y Lecaps: una reprogramación unilateral de los términos y condiciones de pago instrumentada por un Decreto del Poder Ejecutivo sin intervención del Congreso.

Creemos que las chances de aprobación por parte del Congreso de este proyecto son muy bajas, y aunque no lo fueran, los tiempos para el tratamiento del proyecto son demasiado ajustados de cara a la elección presidencial. **Con este escenario, se refuerza, a nuestro entender, la opción de “canje en dos etapas” que analizamos en nuestro último reporte semanal.**

¿Qué nos pueda sacar de esta pausa?

Si se asume que el resultado de la elección está prácticamente cerrado, entonces ni las encuestas ni las decisiones de política del actual Gobierno deberían tener mayor impacto. Por el contrario, sí podrían ser de un gran valor informativo las señales que envíe el FMI y mayores definiciones de política -en especial en lo relativo a la deuda- de parte de Alberto Fernández. También habrá que estar atentos a los vencimientos en pesos y su impacto en la brecha cambiaria, ya que una ampliación de la brecha cambiaria podría complicar aún más la situación.

En el primer caso, la situación del desembolso de USD 5.400 M que el FMI debe hacer luego de la revisión con fecha 15 de septiembre luce más compleja. Entendemos que, en la situación actual, los criterios técnicos que mira el FMI para decidir el desembolso no se cumplen, en especial aquel que requiere que el Gobierno tenga un canal de financiamiento abierto alternativo al FMI. Antes el reperfilamiento, uno podría argumentar que el mercado local de deuda de corto plazo estaba abierto, pero esto ya no es así. De esta manera, comienza a sonar cada vez más fuerte la idea de que el Organismo retrasará el desembolso hasta después del 27 de octubre, una vez que se haya definido la elección presidencial.

¿Continuará?

En el segundo caso, entendemos que a medida que se acerca la fecha de la elección, las definiciones que vaya dando Alberto Fernández tendrán cada vez **más impacto**. Dado que el programa financiero en lo que resta del 2019 y el 1T20 será de muy difícil cumplimiento sin el FMI (ya sea vía el desembolso o el permiso para usar los USD 7,3Bn de “fortalecimiento de RRII”), Fernández deberá actuar muy rápidamente. Para ello, deberá tener definido su gabinete tan pronto como el 28 de octubre. La conformación del mismo será una señal clave para el mercado.

Más de corto plazo, la atención estará puesta en los vencimientos de deuda en pesos en manos de no residentes, que podrían impactar en el valor de la brecha cambiaria. En particular, el próximo lunes 23-sep se acreditará el pago del equivalente a USD 400 M por un cupón del TJ20, cuya tenencia de parte de no residentes es más de 50%. La experiencia previa indica que los pagos del TJ20 impactan en el mercado de cambios el día de su pago y no 48hs antes, como podríamos esperar debido a la liquidación en “t+2”. Hacia fin de mes, está el vencimiento de Lecaps/Lecer, que estimamos en poco más de USD 500 M y que una parte podría dolarizarse vía brecha.

Con estos elementos, es muy posible que la calma que se registró en los últimos días se vea desafiada, de forma tal que no es evidente que hayamos visto el piso del precio de bonos y acciones. Dicho de otra manera, no debería sorprender si las condiciones empeoran antes de que podamos dar cuenta de una mejora sostenida.

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 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.