El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

Resumen y conclusiones

Dos semanas después de haber anunciado los principales puntos del "entendimiento" con el FMI, se concretó una estabilización de expectativas que se tradujo en una descompresión generalizada en el plano financiero.

Si bien el riesgo de ejecución de lo anunciado sigue siendo muy alto, en particular por las restricciones políticas que se pusieron de manifiesto tanto dentro del oficialismo como de la oposición, aún suponiendo que el acuerdo se cumpla, es difícil que el comportamiento de mercado no fuerce una diferenciación mucho mas marcada en el comportamiento del tipo de cambio, bonos en pesos y bonos en USD.

En el escenario de cumplimiento del anuncio, los bonos en pesos tienen mucho menos recorrido que sus contrapartes en USD, dado que el Gobierno deberá buscar una porción mucho mayor de financiamiento a través del mercado de capitales o producir un ajuste fiscal mucho mayor, que no vemos hoy factible.

En el plano cambiario, el escenario de salto cambiario que vinimos sosteniendo para el primer trimestre del año perdió fuerza, gracias a la suba extraordinaria que tuvieron los precios de materias primas en las ultimas seis semanas, debilitando el atractivo de futuros y bonos USD link.

Vemos los precios de los bonos en USD habiendo reflejado ya el impacto que sufrió la renta fija de mercados emergentes en general derivados del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

José M. Echagüe
Estratega

Tomas Ruiz Palacios
Analista

Eduardo Gómez
Analista

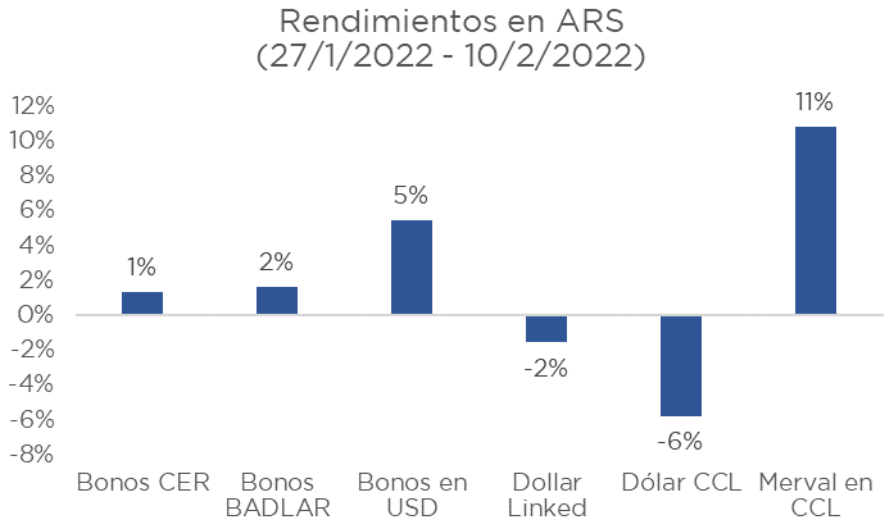
+54 11 2206 2206

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

El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

Dos semanas después de haber anunciado los principales puntos del "entendimiento" con el FMI, el ministro Guzmán puede darse por satisfecho: aún sin contar con apoyo pleno para avanzar ni siquiera dentro de su propia coalición, el mero anuncio produjo una estabilización de las expectativas que se tradujo en una descompresión generalizada en el plano financiero.

Repasemos los principales movimientos. El tipo de cambio libre (CCL) se apreció casi 6%, los bonos en USD subieron 5.4%, el atractivo de la cobertura cambiaria medido por los bonos dólar link (-1.6%) y los futuros (-2.7%) se redujo, el MERVAL medido en USD CCL trepó 11% y los bonos en pesos extendieron su notable performance acompañando a la inflación y manteniéndose en terreno de rendimientos negativos para el tramo corto de prácticamente todas las curvas.



Fuente: Consultatio Investments

Ahora bien, en los términos en los que está planteado el "entendimiento" y con las resistencias políticas que generó tanto dentro del Gobierno como de la oposición, el anuncio incorpora un riesgo importante de ejecución (cumplimiento). Pero no solo eso: aún cumpliéndose en los términos en los que fue anunciado, la dinámica de mercado hacia adelante debería incluir un impacto diferenciado en cada una de las clases de activos respecto de lo que vimos hasta acá, donde todo se movió en la misma dirección.

El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

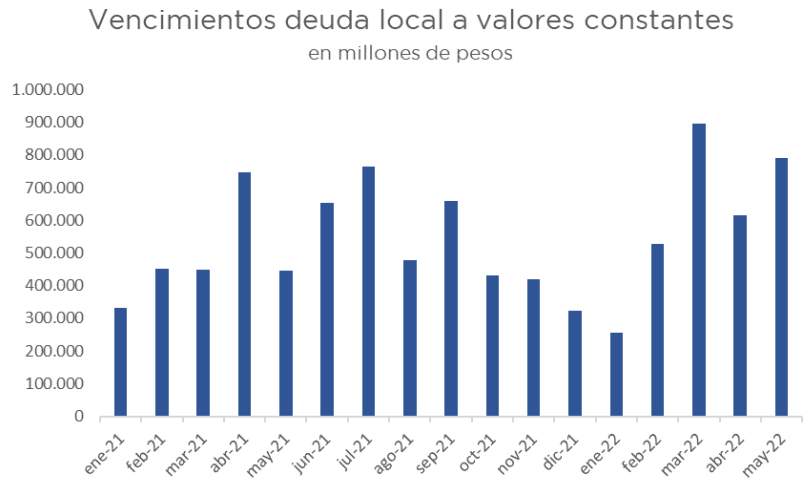
A continuación, analizamos cada una de las cuatro clases de activos con nuestra valoración de sus precios actuales.

1. Bonos en Pesos lucen hoy priceados a la perfección

Las estrellas de 2020 y 2021 (bonos en pesos) tal vez no sean los principales protagonistas de 2022, al menos cuando las evaluamos desde sus niveles actuales, que se encuentran en niveles muy ajustados.

La principal novedad que aportaron los anuncios del entendimiento es la del inicio de una (gradual) consolidación fiscal, pero fundamentalmente una reducción importante de la asistencia del Banco Central al Tesoro Nacional. Con el déficit de 2,5% "acordado" con el FMI y el límite de asistencia al Tesoro establecido en el 1%, la renovación de vencimientos necesaria para cerrar el programa financiero debería ser de 124%.

Si bien es cierto que el año pasado el ratio de renovación fue muy similar (123%), este año se parte de un stock de deuda más grande y los vencimientos de los próximos meses serán los más desafiantes que se han enfrentado a nivel histórico, incluso ajustando por inflación. Además, el 123% del año pasado no fue genuino en su totalidad, sino que fue ayudado por ciertas normativas, como lo fue la habilitación a los bancos a migrar una porción de encajes en Leliq a bonos del Tesoro.



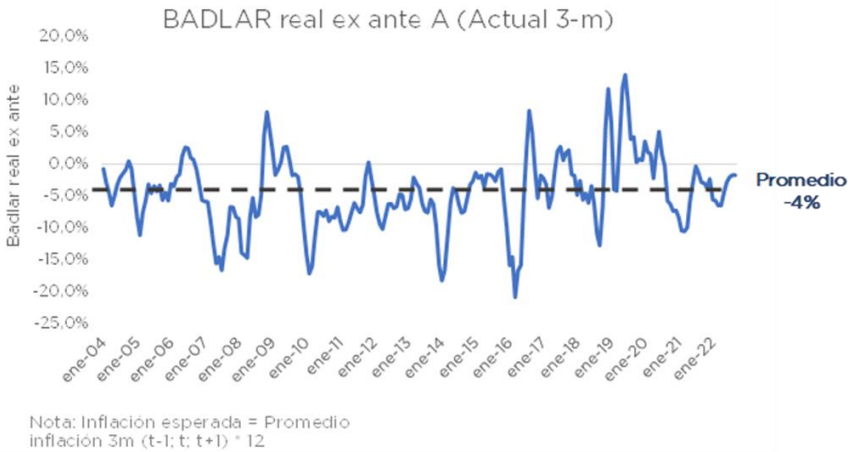
Fuente: Consultatio Investments

El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

Consideramos que si bien el objetivo de asistencia monetaria del 1% es cumplible, es desafiante proyectar que se pueda concretar con los niveles de tasas actuales. Al margen de que en lo que va del año estamos viendo al Tesoro renovar vencimientos con bastante holgura (la licitación de esta semana es un buen botón de muestra) esa situación no necesariamente será la misma cuando los vencimientos empiecen a aumentar a partir de marzo y el riesgo de renovación sea más alto.

Adicionalmente, hay una parte del atractivo de los bonos en pesos que tiene patas cortas. La promesa de volver positiva la tasa de interés real anunciada en el entendimiento tiene un límite, dado el nivel de pasivos monetarios remunerados que tiene el banco central. Dicho de otro modo: el aumento de la tasa tiene impacto en el déficit cuasifiscal, que va a contramano con el esfuerzo de consolidación que tendrá que realizar el gobierno en el frente fiscal puro.

Por otra parte, cuando analizamos el nivel actual de la tasa vemos que gran parte de esa corrección (que impulsó fuertemente el atractivo los bonos ajustables por BADLAR en los últimos dos meses) ya está hecha. La promesa de tasa de interés real positiva tal vez no haya que tomarla literal: el promedio histórico (¿valor de equilibrio?) de la tasa de interés real de los últimos 20 años (aun tomando años sin cepo que la sesgan hacia arriba) fue de -4%, muy cercano a los niveles actuales, antes de contemplar la suba de 200 puntos básicos que se espera para la semana que viene, cuando se conozca el dato de inflación de enero.



Fuente: Consultatio Investments

El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

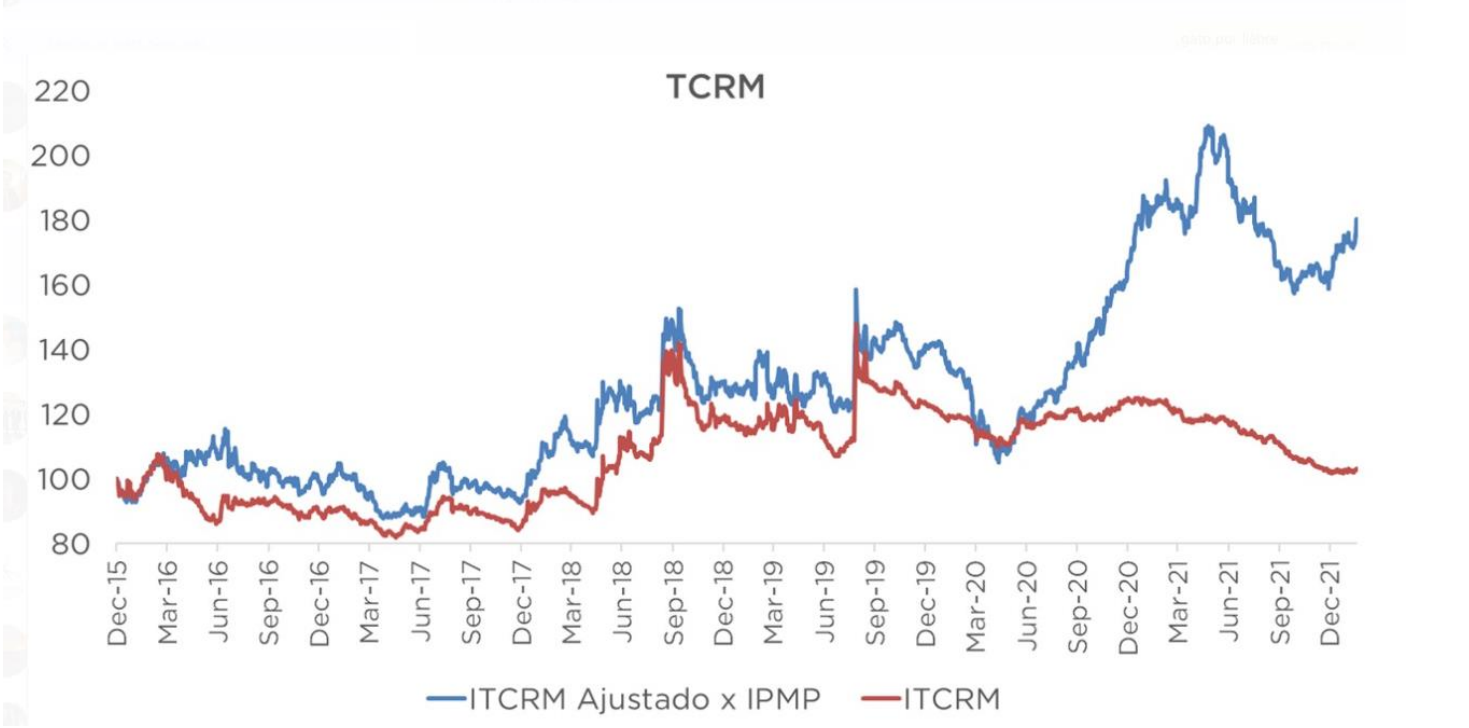
En resumen, la necesaria mejora de balance del banco central (menor asistencia monetaria al tesoro) muy posiblemente tenga impacto sobre la tasa de interés de equilibrio de los títulos en pesos, algo que no vemos apropiadamente descontado en sus precios actuales. En estos niveles, preferimos un posicionamiento defensivo centrado bonos CER de corta duración sobre BADLAR, tal como lo reflejamos en nuestro ultimo *investment case* recomendando el fondo Consultatio Deuda Argentina publicado el 4-feb (link).

2. Bonos dólar link descartaron el escenario de salto cambiario

En los últimos meses hemos sostenido que nuestro escenario base incluía un salto cambiario en el primer trimestre del año. Si bien las condiciones macro que apoyaban esa proyección siguieron el curso que anticipábamos (tipo de cambio real se apreció 18% en el ultimo año, la dinámica de las reservas internacionales se deterioró fuertemente (los últimos 3 meses fueron respectivamente los terceros peores noviembre, diciembre y enero de los últimos 19 años) hasta niveles de los que no tenemos precedentes (luego de los pagos al FMI las reservas netas liquidas son negativas en alrededor de USD 2000 millones), la sobreoferta de pesos en diciembre fue muy alta y los tiempos para la firma del acuerdo siguen siendo inciertos) hubo un factor que no contemplamos adecuadamente: el salto de precios de la soja que se concretó en los últimos 45 días que permitió borrar en seis semanas el atraso cambiario que le impuso la dinámica electoral al régimen cambiario durante los últimos 12 meses. Con el precio actual y las proyecciones de cosecha sin sequia, el valor esperado en usd de la cosecha 2022 supera al récord de 2021.

El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

Con precios de materias primas muy próximos al máximo de los ultimos 20 años, el TCR de equilibrio gana holgura, y descomprime la necesidad de un ajuste que lucía casi inevitable hace solo unas pocas semanas atrás.



Fuente: Consultatio Investments

El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

Sin embargo, la soja no hará toda la tarea: según nuestras estimaciones, incluso con estos precios y tras la aparición de las lluvias salvadoras de fin de enero, el BCRA deberá ser extremadamente celoso con la administración de sus USD si pretende siquiera acercarse a la meta de acumulación de reservas anunciada. El problema de endurecer (aún más) el cepo más duro jamás visto es que se limitaría el crecimiento, lo que complicaría la meta fiscal por menor recaudación y forzaría a un ajuste más agresivo en ese frente. Sin mencionar que también traería presiones a la brecha y a la inflación.

En definitiva, incluso tras haber anunciado un entendimiento que no incluye reformas estructurales, eliminación del cepo o reducción agresiva del déficit, las metas pactadas serán difíciles de cumplir sin un ajuste mas profundo en el plano fiscal o algún ajuste (¿diferido?) en el plano cambiario. Los comentarios del FMI parecen indicar que el foco estará en lo primero (Gita Gopinath, la número 2 del organismo, mencionó la importancia de reducir los subsidios en energía). Nuevamente será la política quién defina el rumbo de los precios y la batalla clave se dará, además, en un área cuyos funcionarios responden al núcleo duro dentro de la coalición gobernante.

Vemos a los bonos dólar link hoy reflejando fundamentalmente la dinámica de corto plazo: depreciación cambiaria algo por debajo de la inflación, pero sin salto. Dicho esto, no descartamos que esta situación cambie de manera marcada hacia la segunda mitad del año.

3. Brecha: ¿puede seguir bajando mucho más?

En el reporte semanal de hace dos semanas (link) realizamos un ejercicio de programación monetaria donde mostrábamos varios escenarios donde la brecha se mantenía prácticamente constante en términos reales hacia fin de año. En el escenario de FMI analizado allí, la proyección para fin de año se ubicaba en ARS/USD 331.

El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

Si bien la dinámica de las ultimas dos semanas permite ser algo mas optimista por la baja de incertidumbre que produjo el anuncio, creemos que estos efectos tendrán su impacto fundamentalmente en el corto plazo, por lo que seguimos sosteniendo esa proyección.

Lo llamativo de la acción de precios de las últimas dos semanas donde bajó la brecha y subieron los bonos en pesos es que nos resulta difícil proyectar que ese comportamiento se mantenga hacia adelante, una vez incorporado el "efecto anuncio". En otras palabras: si el *driver* fundamental para ese comportamiento es que el banco central emitirá menos pesos para monetizar al tesoro, eso no puede ser positivo para los bonos en pesos (el tesoro colocará más títulos públicos, presionando la oferta) y para el CCL (menos pesos en circulación) al mismo tiempo.

El diagnóstico implícito para mantener la proyección de CCL en 330 para fin de año es que o bien el banco central monetizará más de lo anunciado, o bien las tasas no subirán tanto como es requerido.

4. Bonos en USD:

A primera vista puede parecer que los bonos todavía no reflejan un escenario de acuerdo con el fondo: el GD30, por ejemplo, cotiza ahora a una paridad cercana al 35%, cuando su mínimo histórico fue de un 31,6% y su máximo del 50%.

Sin embargo, si profundizamos el análisis, llegamos a otra conclusión. Primero se debe remarcar que desde septiembre del año pasado que los bonos emergentes estuvieron sometidos a gran presión a partir del giro de la FED hacia una posición más restrictiva de política monetaria. Asimismo, los bonos argentinos por su naturaleza de *high beta* suelen ser más sensibles y sobrereaccionar, repercutiendo en bajas mayores.

El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

Una manera de aislar este componente externo es simular cómo deberían haber rendido los bonos argentinos considerando las variaciones de los bonos emergentes y su beta histórico contra ellos (el cual es de 2,23). Si tomamos el precio del GD30 y lo ajustamos por dicha simulación, podemos analizar la performance del bono aislando todo el ruido externo.

Fuente: Consultatio Investments

Este análisis nos permite elaborar dos conclusiones. La primera es que los bonos argentinos ya contemplan en buena medida que habrá un acuerdo, debido a que están a solo un 3% de los máximos del último año (siempre bajo este análisis). La segunda es que el acuerdo esperado no será suficiente para generar un shock de expectativas positivas, probablemente debido a que también se desconfía de que el país pueda cumplir sus metas.

INSTITUCIONALES & PARTNERS
Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA
Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA
José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA
apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

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 Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

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 d e 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 deasumir, 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.