Avanzando hacia la estabilización

Resumen y conclusiones

Atravesando un contexto internacional convulsionado por fuertes tensiones, en Argentina se sigue afianzando la idea de que el acuerdo con el FMI es la mejor vía para lograr la estabilización (se espera que ya la semana próxima se envíe al congreso el acuerdo con el FMI).

Aunque los riesgos de ejecución no son despreciables y todavía no hay ningún anuncio vinculado a reformas que permitan encarrilar un crecimiento sostenido, el mero hecho de dejar de acumular desequilibrios y hasta empezar a corregirlos gradualmente presenta un cambio de paradigma que, muy de a poco, comienza a reflejarse en los precios de los activos argentinos.

El dato de inflación de enero fue levemente peor al esperado (3,9% vs 3,8%) y el BCRA ayer plasmó una nueva suba de tasas de 250 puntos básicos, que es otro paso en la dirección correcta, aunque, como toda herramienta de política monetaria, también tendrá consecuencias no deseadas.

En el plano cambiario, el BCRA acumula 12 jornadas consecutivas sin ventas, pero con magros volúmenes, lo que implica que el grifo a importadores sigue contenido. Como puntos positivos, la soja se encuentra en el máximo del año (USD 579), en tanto que el real se continúa apreciando (+8,3% en los últimos 30 días); quitándole presión así al tipo de cambio. El TCRM mejoró 1,3% en los últimos 30 días y dicha mejora fue de 7,6% si se la ajusta por el índice de precios de las materias primas.

José M. Echagüe
Estratega

Tomas Ruiz Palacios
Estratega de Renta Fija

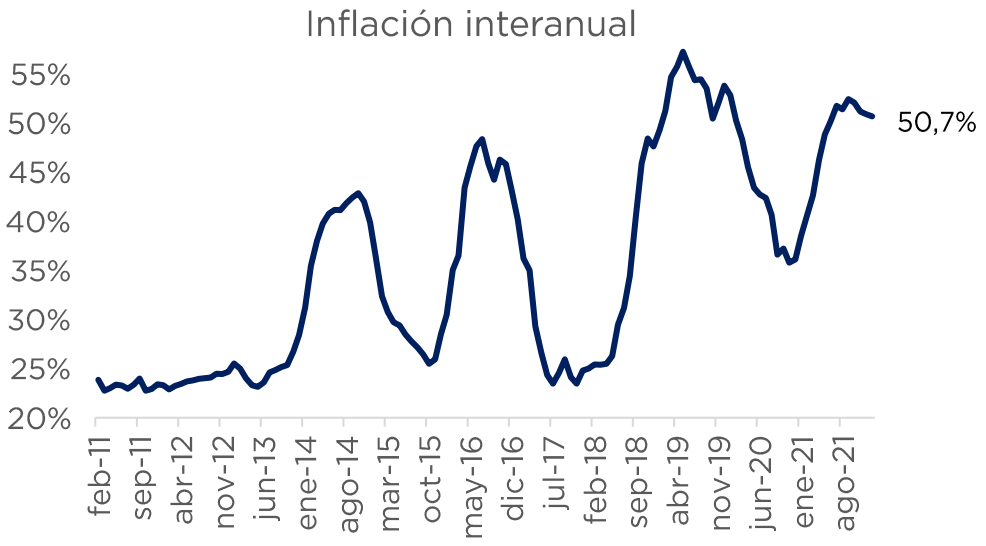
Dan Gonen
Analista

+54 11 2206 2206

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

BCRA sube tasas: ¿paso en la dirección correcta?

El dato de inflación de enero ratificó la delicada situación de la suba de precios: ya van 16 meses seguidos en los cuales la medición núcleo no puede perforar a la baja el 3%. Febrero y marzo tampoco lucen favorables, debido a la suba de combustibles del 9%, los acuerdos de paritarias y también por la mayor velocidad a la que corre ahora el tipo de cambio (la última semana fue a una TEA cercana al 40%). Como puntos positivos, el dato de enero de 3,9% se vio influido en parte por la suba de estacionales (9%) y, además, relevó una proporción algo menor de productos bajo el régimen de precios cuidados (10,39% vs 12,23% de diciembre).

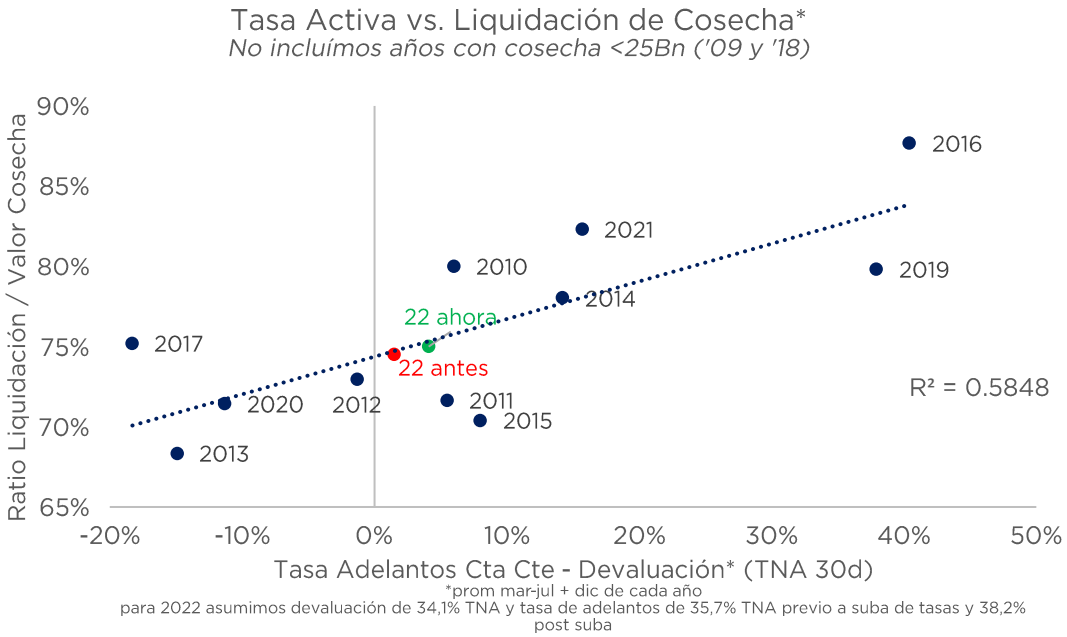


Fuente: Consultatio Investments

La suba de tasas por parte del BCRA estuvo muy en línea con lo que esperábamos. Tal como planteamos en el anterior reporte semanal (link aquí), el objetivo de tasa de interés real positiva no debería ser tomado como literal y una suba de 200 puntos básicos ya situaría a la tasa real bastante cerca de valores neutros en los próximos meses (si asumimos la desinflación que se espera luego de marzo).

BCRA sube tasas: ¿paso en la dirección correcta?

La suba, que finalmente fue de 250 puntos básicos, creemos que es un paso en la dirección correcta. En primer lugar, por el objetivo de tasas reales mencionado, pero también porque contribuye a mejorar el ratio de liquidación de la cosecha (debido a que aumenta el costo de oportunidad de no liquidar).



Fuente: Consultatio Investments

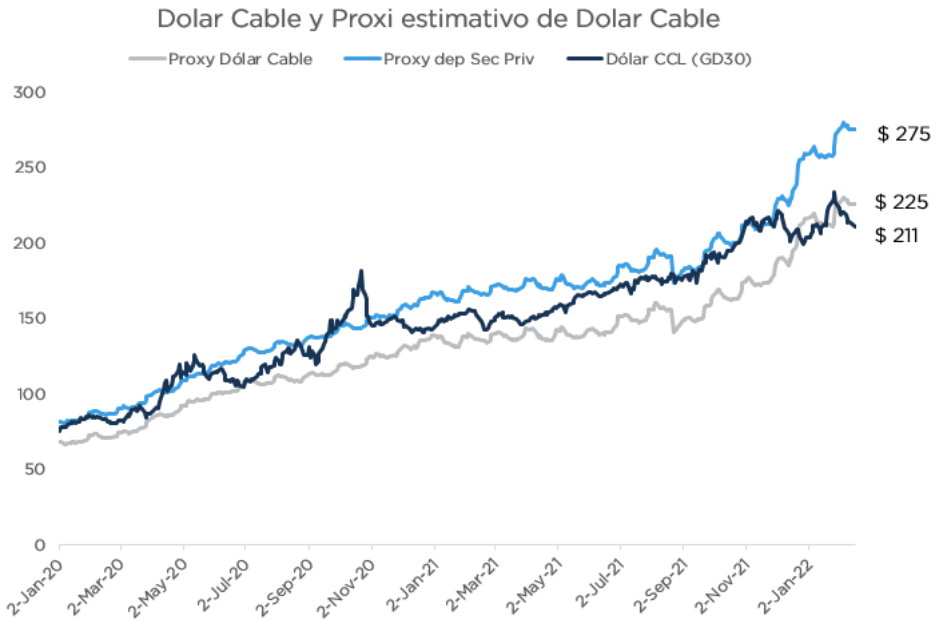
En contrapartida y tal como solía mencionar Milton Friedman, en economía no hay almuerzos gratis y el aumento de la tasa de interés conllevará un aumento del déficit cuasifiscal (debido a que el BCRA pagará mayor interés por sus pasivos remunerados). Según nuestras estimaciones y simplificando los números, por cada 100 puntos básicos de aumento de tasa se genera un aumento de $ 100.000 millones por dicho concepto, lo que equivale a 0,15% del PBI. Por esta razón entendemos que no hay mucho margen para subas adicionales desde los niveles actuales.

Fuente: Consultatio Investments

Acuerdo light sigue siendo acuerdo

No hay dudas de que el acuerdo está lejos de ser perfecto, puesto que todavía no es claro cómo se van a encarar los principales desequilibrios macro que tiene el país. Ni el plano laboral (40% de los asalariados no están en blanco), el tributario (la presión tributaria sigue creciendo y ya ronda el 30% del PIB, con 165 impuestos distintos en cartera), o el previsional (12 millones de aportantes para 6 millones de jubilados, cuando la relación ideal es 4 a 1), no parecen remotamente cerca de consolidar un marco de crecimiento sostenido. Aun así, el mero hecho de dejar de acumular distorsiones y desequilibrios y pasar a buscar soluciones es un gran cambio. En definitiva, se puede discutir la velocidad, pero estar de acuerdo en la dirección debería representar un cambio de paradigma en los precios de los activos argentinos, lo cual ya, lentamente, comienza a manifestarse.

Donde lo vemos más claramente es en la cotización del dólar CCL, el cual se encuentra un 10% por debajo de sus máximos. Además, está cotización acaba de romper a la baja un patrón que había respetado fielmente desde el comienzo del actual mandato presidencial: la relación de los depósitos del sector privado con las reservas internaciones.



Fuente: Consultatio Investments

Acuerdo light sigue siendo acuerdo

Si bien es cierto que en las próximas semanas el FMI debería devolver los DEGs abonados entre septiembre y diciembre (totalizan USD 4.991 MM), incluso contemplando esa devolución el ratio seguiría mostrando bajo al dólar CCL, situándolo en el percentil 91 más barato desde que salió a cotizar. Consideramos que incluso el mercado quizás sobrereaccionó en este plano y vemos probable un rebote del CCL.

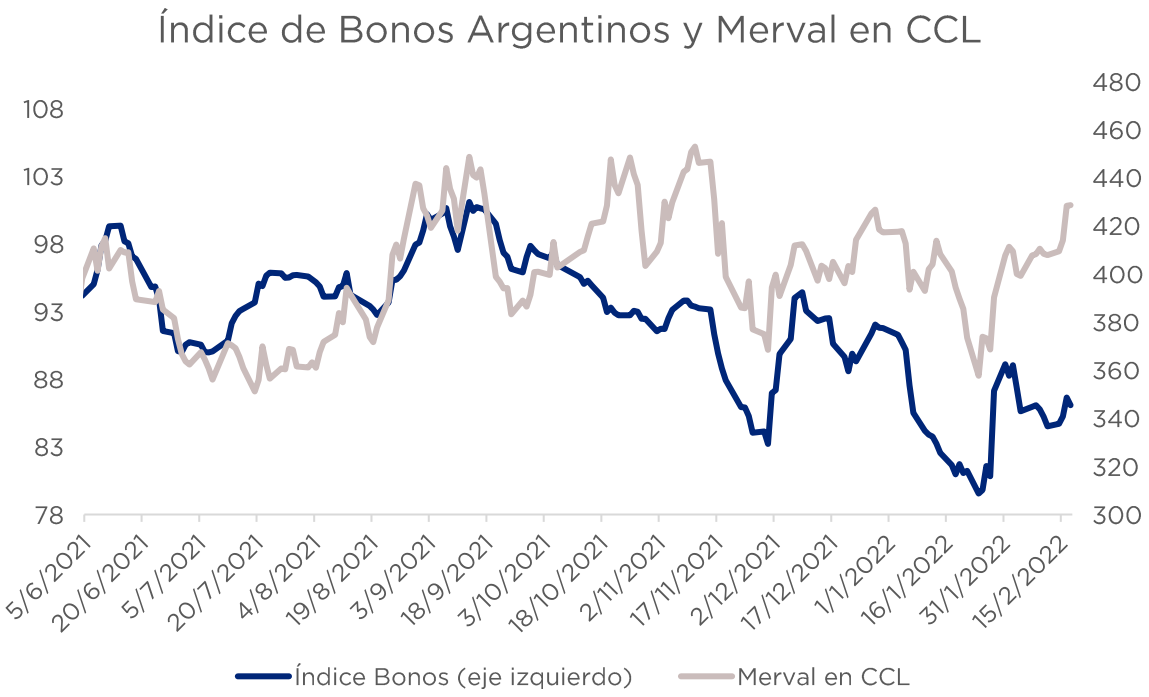
Pasando a los bonos en USD y tal como plasmamos en la trade idea de esta semana (LINK), creemos que la mejora que por ahora se vio es marginal y ello se debe a que el contexto viene jugando en contra, lo cual, a su vez, se presenta como oportunidad pensando en el mediano plazo. Este contexto adverso empujó a los precios a la baja desde septiembre y nos encontramos nuevamente en valores que ya contemplan incluso una segura nueva reestructuración. En tal sentido, creemos que los bonos indenture 2005, los cuales tienen la estructura legal más robusta y, además, ofrecen los cupones más atractivos, son la mejor opción para jugar ese trade.

	Precio Actual	CY Actual	CY Julio 2022	CY Julio 2023	Inversión inicial recuperada a fin 2023 (USD)	NPV Default Breakeven a fin 2023
AL29	32.0	3.1%	3.1%	3.1%	1.5	30.5
AL30	30.2	1.7%	1.7%	2.5%	0.8	29.5
AL35	30.0	3.8%	5.0%	12.1%	2.1	27.9
AE38	34.4	5.8%	11.3%	12.4%	4.9	29.5
AL41	34.4	7.3%	10.2%	10.2%	4.8	29.7
GD29	34.5	2.9%	2.9%	2.9%	1.5	33.0
GD30	34.1	1.5%	1.5%	2.2%	0.8	33.4
GD35	31.0	3.6%	4.8%	11.7%	2.1	28.9
GD38	38.4	5.2%	10.1%	11.1%	4.9	33.5
GD41	35.5	7.0%	9.9%	9.9%	4.8	30.8

Fuente: Consultatio Investments

El mercado compró acuerdo (a precio de entendimiento)

Finalmente, vemos que el Merval estuvo manifestando una recuperación más acentuada y ya refleja en mayor medida la expectativa positiva del acuerdo. Entendemos que la mejor performance relativa vs bonos se explica por la diferente posición técnica, la cual es más adversa en los bonos y generó que el contexto externo adverso los castigue en mayor medida.



Fuente: Consultatio Investments

Fuente: Consultatio Investments

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.