

lcg.

PANORAMA MONETARIO Y FINANCIERO

22 de mayo de 2019

Guido Lorenzo
Director Ejecutivo
g.lorenzo@lcgsa.com.ar

Melisa Sala
Economista principal
m.sala@lcgsa.com.ar

Julia Segoviano
Economista
j.segoviano@lcgsa.com.ar

Emilia Calicibete
Analista
e.calicibete@lcgsa.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA
(+5411) 4862 8992
www.lcgsa.com.ar
info@lcgsa.com.ar
@lcgmedia

Panorama general

Luego de la jugada de Cristina Fernández del sábado pasado los mercados quedaron confundidos, al parecer se están tomando unos días para digerir la novedad y están a la espera de más definiciones del escenario político. Dos opiniones conviven en estos momentos.

La primera tiene que ver con **que se tacha la posibilidad de una venezualización de la Argentina**, algo bien recibido por los mercados y la gran mayoría de la población. De esta manera, los tenedores de deuda se sienten más cómodos sabiendo que CFK no estará completamente al mando. De a poco se empieza a despejar la idea de una candidatura testimonial.

La segunda lectura es que **si Cambiemos no mueve sus fichas y el peronismo muestra efectivamente que tiene vocación de más diálogo, posiblemente las chances de Mauricio Macri reteniendo el poder se vean disminuidas**. La posibilidad incluso de no llegar a un ballottage debería empezar a generar preocupación dentro del oficialismo. Y si no recibe el apoyo en la convención de la UCR hasta se podría pensar un escenario con Cambiemos en tercer lugar en las elecciones de octubre.

El mercado descuenta que con Cambiemos en el poder las chances de un default o una restructuración son más bajas. Pero la postura conciliadora de CFK, apostando al discurso moderado de Alberto Fernandez, ya produjo **comentarios (por parte de asesores) acerca de la necesidad de honrar los compromisos, cuestión que cayó bien al mercado** a pesar de que este último haya dicho que quizás haya que restructurar la deuda con el FMI y con privados.

En la primera rueda el dólar subió apenas unos centavos que luego cede en la segunda jornada después del anuncio. Algo similar sucedió con **la renta fija en dólares que ya sobre el final de la rueda del lunes posterior al anuncio empezaba a subir**.

Aquí además de confluir la visión de un peronismo con perfil menos radicalizado están algunos compradores que adhieren a la postura que sostiene que el sábado CFK se empezó a bajar porque no tenía chances de ganar. Algo paradójico, las dos lecturas, la de un kirchnerismo con chances por volverse más dialoguista y los que piensan que ese espacio pierde posibilidades a partir del desaire de algunos candidatos de Alternativa Federal (salvo Massa) que garantiza la fragmentación del peronismo, impulsan al mercado al alza.

Mientras tanto quedan muchos meses de gestión, la inflación se muestra más persistente de lo esperado y **el piso para el 2019 ya es del 40% sujeto a que no se le escape el dólar al BCRA**. Cuestión que aún no podemos descartar sin conocer cuál es el verdadero monto disponible para intervenir autorizado por el FMI. La política va a ejercer presión, si el BCRA vende dólares vuelve la idea de que rifa las reservas.

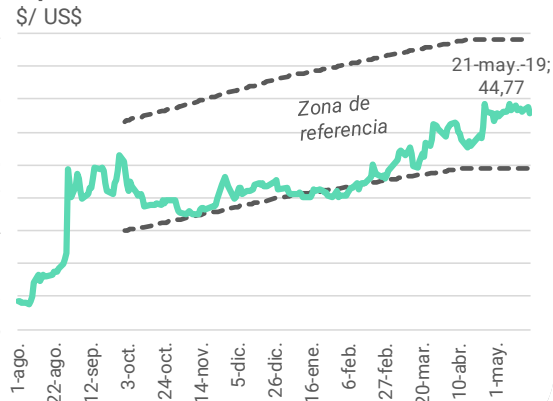
La combinación de un tipo de cambio estable junto con una inflación que acumulará cerca de 20% en el segundo semestre **haría apreciar la moneda a niveles similares a los de 2013**. Este valor nuevamente traería problemas en el frente cambiario (la dolarización de carteras en 4M-19 suma US\$ 7.000 M), pero también en la corrección del desequilibrio externo de cara a los años siguientes.

Las tasas altas de interés funcionan como un seguro de demanda de activos en pesos (depósitos a plazo) y, por otro lado, es imprescindible que la autoridad monetaria muestre el sesgo contractivo de su política. Es el único elemento que queda del programa con el FMI.

FX

- El FX estable en AR\$ 45.
- En las dos ruedas post anuncio de la fórmula Fernandez-Fernandez cedió 0,6%
- En el año acumula una depreciación del 18%; contra inflación estimada del 20% en el mismo período.

Tipo de cambio de referencia

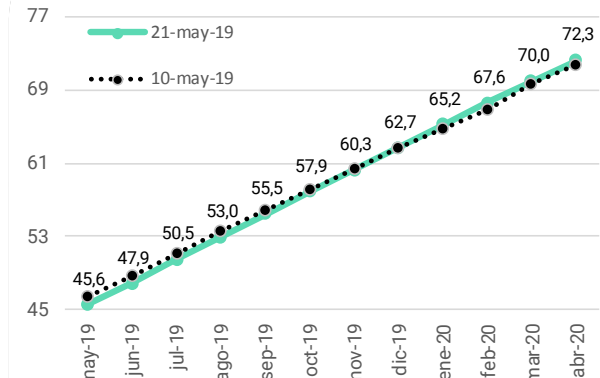


Fuente: LCG en base a BCRA

FX Futuro

- En las últimas dos ruedas las posiciones cortas (con vencimiento antes de agosto) se negociaron a la baja.
- Posición a diciembre en AR\$ 62,7; 22% por encima del valor límite de la 'zona de referencia'. Este límite sería superado en agosto (mes de las PASO)

Futuros tipo de cambio AR\$/US\$



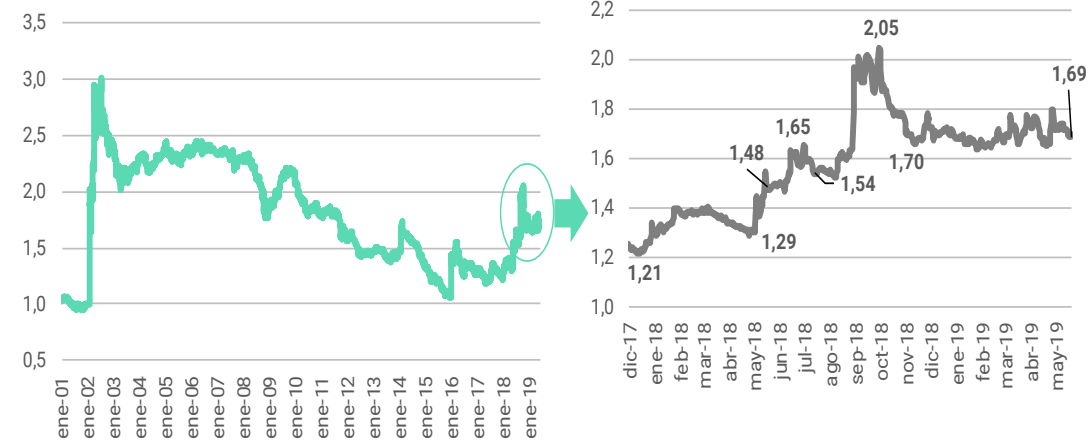
Fuente: LCG en base a ROFEX

TCRM

- TCRM en 1,69, índice base dic-01=1. Se apreció 1,4% en lo que va de mayo y vuelve a los niveles de cierre de 2018
- La aceleración de la inflación recortó 70% de la mejora del TCR desde agosto.
- El TCRM no encuentra mucho margen para apreciar pero es la única estrategia para desinflar más allá de la recesión. Con dólar estable, una inflación del 20% en el segundo semestre, reduciría el TCRM a 1,41 (dic-01=1), niveles semejantes a los de 2013.

Tipo de cambio real multilateral

Índice base dic-01=1

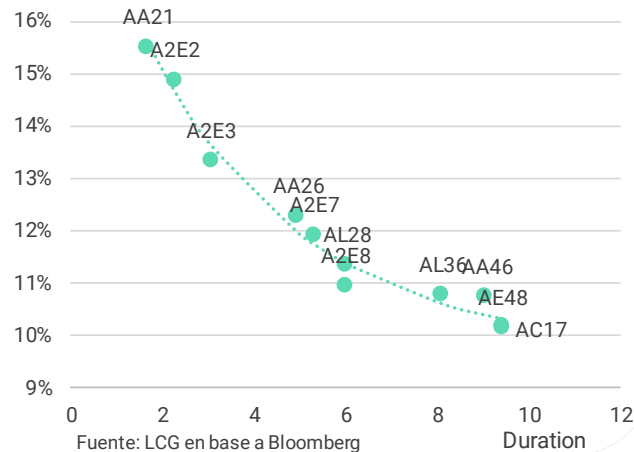


Fuente: LCG en base a BCRA

Renta fija en US\$

- Durante el mes de mayo la renta fija argentina ha demostrado un desempeño relativamente bueno en relación a lo sucedido en abril.
- La deuda en dólares está operando con pendiente negativa, en tasas que van desde el 16% para el tramo corto a un 11% para el tramo largo. A pesar del vencimiento del Global19 en abril y el pago de amortización del bonar24 en mayo, no se ve flujo comprador que impulse las tasas a la baja.

Soberanos Argentina USD Ley NY YTM



EMBI

- El riesgo país se redujo desde 962 pbs a principio de mes a 923 al cierre de a semana pasada. Esta mejora de 39 bps puede ser explicada en parte por la introducción del nuevo esquema monetario que le da cierta flexibilidad al BCRA de controlar el tipo de cambio.
- Hoy perforó la barrera de los 900 pbs (último dato 885), reflejando como positiva la percepción del mercado del anuncio de CFK

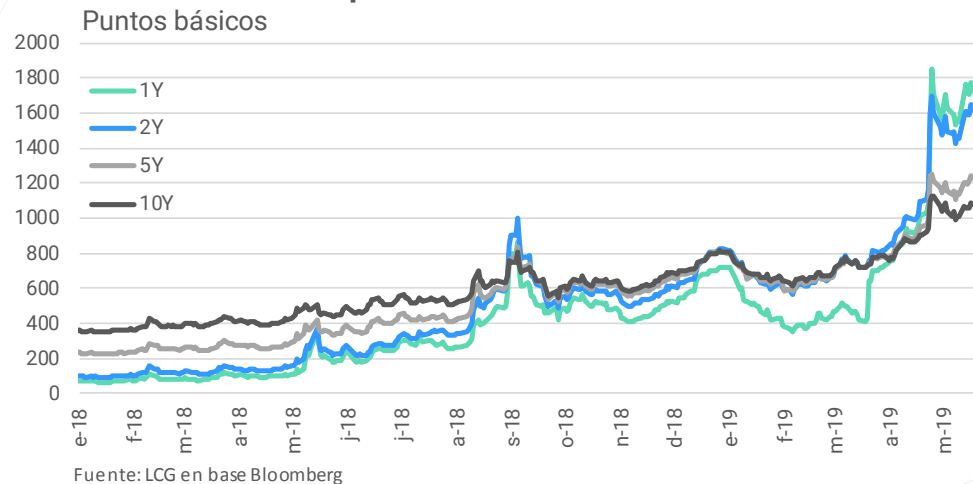
CDS

- La probabilidad de default a un año supera los dos dígitos reflejando el escenario de incertidumbre.
- Pero en los últimos dos días, la probabilidad implícita en los seguros de los tramos más cortos ajustaron a la baja en mayor medida que el resto.
- Es otra señal de que el mercado, por razones que podrían ser diametralmente distintas (el frente kirchnerista se vuelve más moderado vs. el peronismo avanza fragmentado a partir del desaire de AF), toma como positivo el nuevo escenario político.

Probabilidad acumulada de default (recovery rate 30%)

	1Y	2Y	5Y	10Y
May-18 (Previo FMI)	2,8%	6,8%	24,6%	51,7%
17-may-19	22,4%	37,5%	58,9%	78,9%
Último dato (21-May)	19,0%	33,6%	55,2%	75,8%

Credit Default Swaps



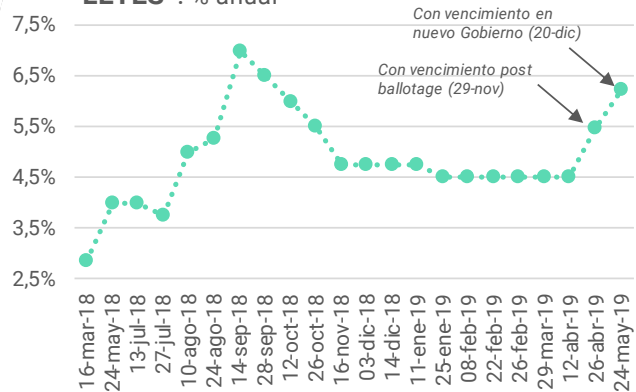
Riesgo País Argentina Índice EMBI



Ultima Colocación de Letes

- El Min. Hacienda colocó Letes con vencimiento en diciembre, ya con el próximo gobierno en funciones. Logró colocar con éxito la totalidad del vencimiento (US\$ 900 M aprox.) con escasa participación del S. Público (~20%)
- Pagó tasa de del 6,21% (TNA), superior al 4,5% que venía convalidando en las colocaciones previas con vencimientos todavía dentro de la gestión Cambiemos, pero por debajo de lo que esperaba el mercado.

Tasa implícita en la colocación de LETES*. % anual



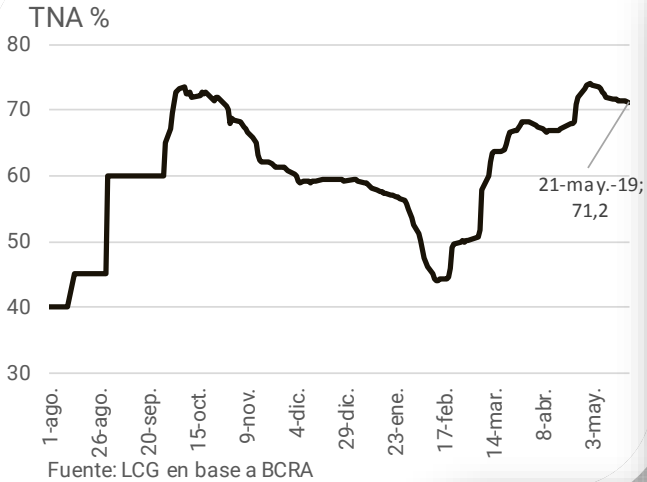
Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas Fecha de licitación

* incluye letras con vencimiento entre 170 y 220 días.

Tasa de referencia

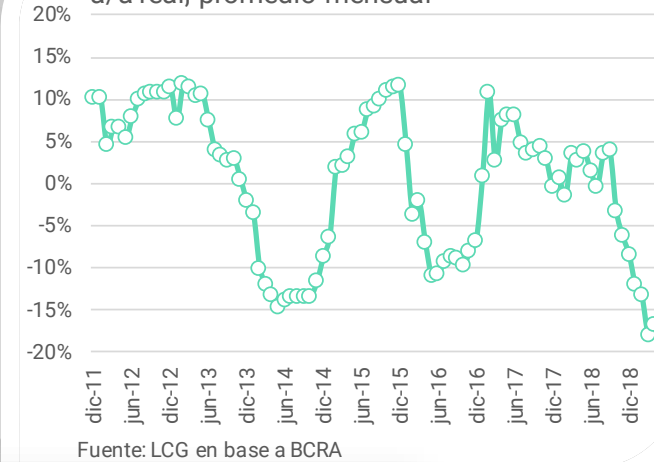
- Las tasas en pesos siguen elevadas, la rigidez del esquema monetario y la caída en términos reales de la base monetaria, mantiene una tasa de política monetaria en torno al 71% y las Lecaps operando por encima del 60%.

Tasa de política monetaria



Base monetaria

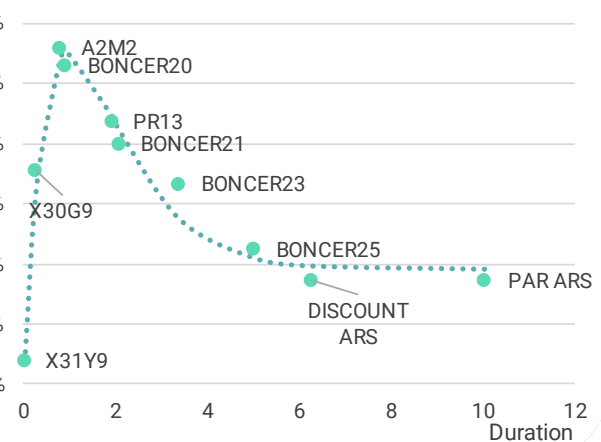
a/a real, promedio mensual



Instrumentos en AR\$

- Se destacan los rendimientos de los bonos CER, los cuales se encuentran en máximos de la gestión Cambiemos, con tasas reales que van del 30% para el tramo corto (a2m2/tc20) al 20% para el tramo medio (tc23).
- Si bien creemos que la deuda CER ofrece la mejor relación riesgo-retorno para las inversiones en pesos, la escasez de liquidez que se evidencia en el mercado no nos hace pensar que las tasas reales vayan a comprimir en el corto plazo.

Soberanos Argentina ARS +CER

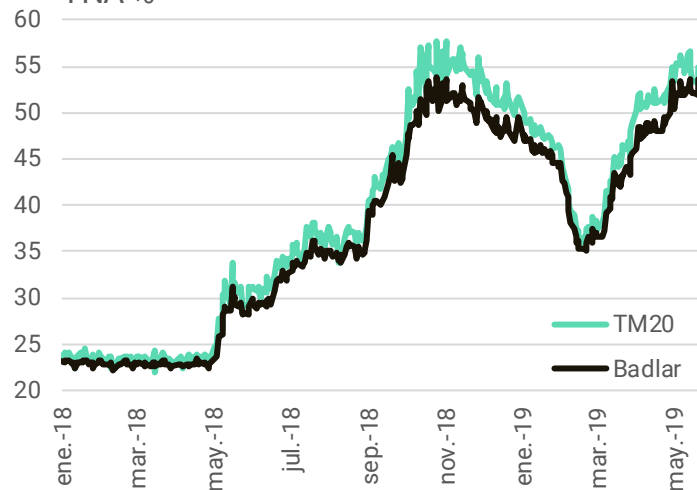


Depósitos privados

- La tasa Badlar y la TM20 ajustaron al alza, achicando el spread respecto de la tasa de referencia: la relación pasó de 1,5 a principios de marzo a 1,3 en la actualidad, pero todavía está por encima del 1,2 que primó en el 4T-18 cuando comenzaba a endurecerse la política monetaria.
- A pesar de esto los depósitos en pesos empiezan a crecer por debajo de la capitalización de los intereses: en los primeros 15 días de mayo crecieron apenas 0,8% m/m. En términos reales (estimando una inflación del 3,6% para mayo) equivale a una caída del 2,5% mensual.
- Si bien no se ve una fuga masiva, esperamos que la dolarización se empiece a profundizar en los próximos meses.
- Los depósitos privados en dólares se mantienen estables en US\$ 30,3 MM.

Tasa depósitos privados a plazo

TNA %



Fuente: LCG en base BCRA

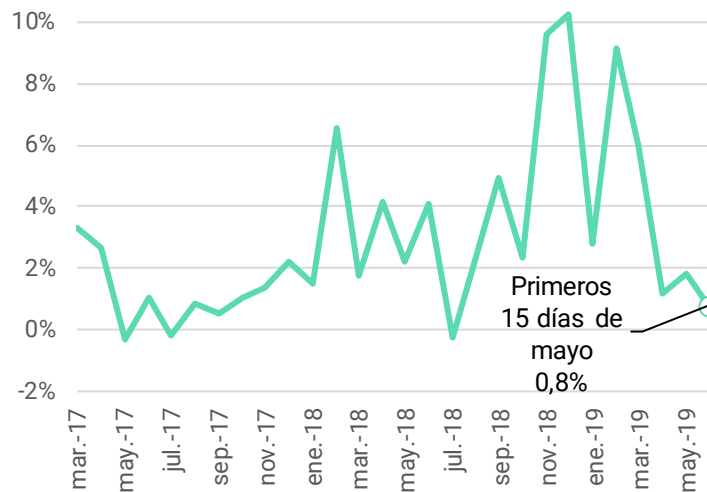
Spread tasas Leliq vs. Badlar



Fuente: LCG en base a BCRA

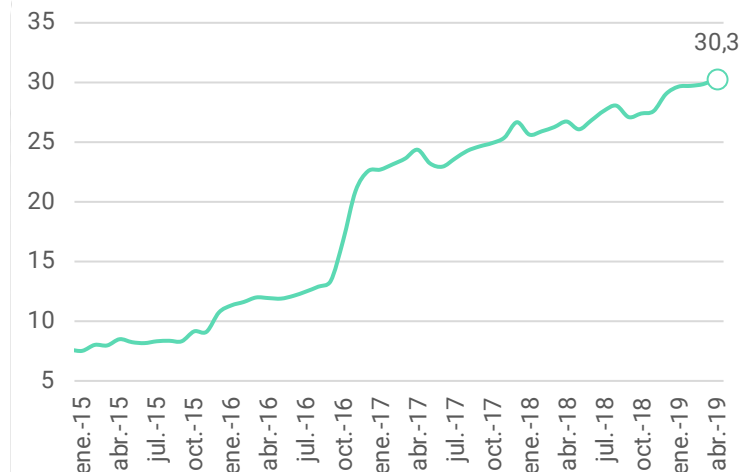
Depósitos privados a Plazo

m/m



Fuente: LCG en base BCRA

Depósitos en dólares US\$ MM



Fuente: LCG en base a BCRA