

lcg.

PANORAMA MONETARIO Y FINANCIERO

12 de junio 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

La incorporación de A. Fernández en el espacio de CFK había traído alivio al mercado dado que se quita la posibilidad de que las decisiones queden en manos del kirchnerismo más radicalizado. Ahora, **la inclusión de M.A. Pichetto vuelve a seducir al mercado porque muestra que Cambiemos puede ser un espacio más amplio, pero principalmente que, en caso de tener un segundo mandato, se podrían encarar reformas estructurales con mayor facilidad.** En conclusión, cualquiera de los dos espacios dan muestras de encarar los próximos años con mayor gobernabilidad.

La polarización de todas formas sigue, a pesar de este giro donde ambos espacios tratan de conquistar votantes del centro. **Será difícil de enfrentar esta batalla electoral con la cuenta financiera completamente abierta y con las dudas del rol que jugará el vicepresidente de cada espacio,** algo inédito en la historia argentina.

Creemos que el BCRA tiene recursos para afrontar la mayor dolarización por el histórico efecto de las elecciones. En términos concretos, los US\$ 60 M diarios que se venden por orden del Tesoro sumados a lo que resta de los US\$ 7.500 M que recibió directamente en el primer desembolso del FMI, le da **un poder de fuego de US\$ 11.000 M para el segundo semestre. Un número no menor.**

Un mal desempeño de 'Juntos por el Cambio' en las PASO, aunque logre ser revertido en las siguientes instancias como ya sucedió en 2015, traerá nerviosismo al mercado. No porque A. Fernández tenga intenciones de no pagar. Sino por dos factores. El primero es que tiene a C. Fernández de Kirchner en la fórmula y al mercado no le gusta su figura. Lo segundo es algo que aun inquieta más, A. Fernández es en sí mismo incertidumbre.

Por más que haya intentado dar certezas acerca de la necesidad de honrar las deudas, habrá que ver la paciencia que le tenga el mercado. En este punto entendemos que dependerá del compromiso que demuestre con realizar las reformas estructurales que el país necesita. Y estas quizás chocan con el equilibrio interno de su partido y su electorado. **Ese camino estrecho que debería transitar A. Fernández en caso de ser electo podría ser una dificultad para ese armado.** Incluso pensando que la próxima gestión deberá administrar la escasez, no descartamos que este espacio propicie adelantar algunas correcciones (devaluación real/ ajuste de salarios) que podrían aliviar el antipático ajuste con el que debería liderar una fuerza con tinte peronista (ver *Informe Mensual N° 120*).

Creemos que el período entre las PASO y las elecciones generales será de tensión. A fin de cuentas y a pesar de las idas y vueltas en términos de candidaturas, el país se enfrentará a una elección binaria. Si el mercado se pone nervioso no se puede descartar un escenario de corrida. Pero, le asignamos muy baja probabilidad. En el otro escenario, donde el mundo y los mercados no reaccionen ante un resultado adverso del oficialismo, las tensiones sobre el dólar y el precio de los activos podrían existir por un descalce entre oferta y demanda de divisas, pero entendemos que la situación podría llevarse sin sobresaltos.

Con los fondos del FMI, el programa financiero luce cumplible en lo que queda del año, aun considerando una renovación de las letras (en todas sus versiones) por debajo del 50%. De hecho, en la licitación de ayer el Gobierno logró renovar el 100% de los vencimientos convalidando un aumento menor de la tasa considerando que son títulos que vencen el año que viene, e incluyen un potencial cambio de gobierno.

continua...

Sin embargo, la porción de Letras en AR\$ (lecap, lecer, lelinks) que no se renueva sí podría agregar presión en el mercado de cambios (US\$ 5.500 M al tipo de cambio de hoy). Y también habría que sumar US\$ 1.100 M por el vencimiento del Dual2019 (US\$ 1.100 M) a fines de este mes para los cuales la Secretaría de Hacienda abrirá la licitación de lelinks con vencimientos post-octubre.

A pesar de esto, el programa financiero para el 2020 luce desafiante a la luz de lo comprometido que resultará alcanzar un superávit considerable como el que estaba previsto a comienzos de año.

Difícilmente el riesgo país vuelva a los niveles de enero del 2018. El ratio deuda a producto seguirá elevado y el mercado será menos paciente que en el pasado respecto a los avances que tiene que realizar el país para que el repago de la deuda sea posible.

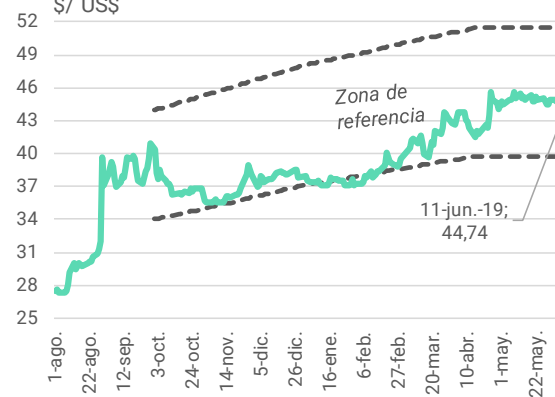
En términos de tasas, la caja que le demanda los créditos Argenta podría elevar la tasa de interés doméstica para complimentar el programa monetario. En total estimamos que serán volcados pesos por el equivalente a US\$ 2.000 M (según BasavilBaso la oferta total es por unos US\$ 5.500 M). Si bien parte está presupuestada, podría representar una necesidad adicional para el Programa Financiero.

La renta fija argentina durante los últimos 30 días se ha comportado de forma muy volátil. **Argentina sigue mostrando un comportamiento poco correlacionado a lo sucedido a nivel gracias a la dinámica propia.** Las subas registradas a partir del anuncio de la fórmula presidencial oficial confirman esto.

FX

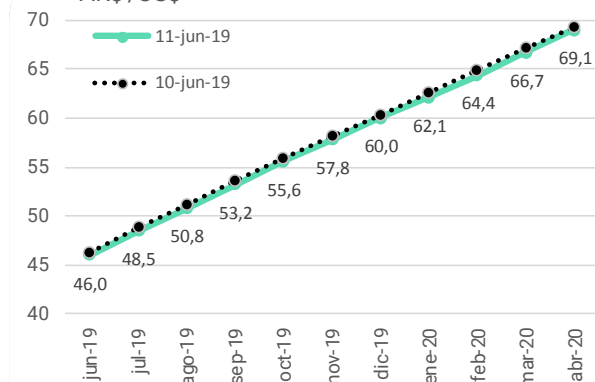
- El único mercado que ha mostrado un comportamiento bastante estable es el de tipo de cambio, con el peso operando en torno a los \$45. En el mercado de futuros, las tasas implícitas se ubican en torno al 63%.
- **Tras anunciarse la ampliación de Cambiemos, el dólar cerró a la baja (-0,5% d/d), ubicándose en 44,7.**

Tipo de cambio de referencia
\$/ US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

Futuros tipo de cambio
AR\$/US\$

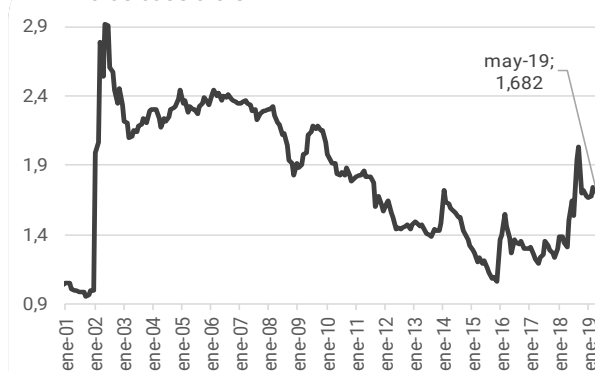


Fuente: LCG en base a ROFEX

TCRM

- Con tipo de cambio estable e inflación en niveles altos (con desaceleración en el margen), el TCRM cayó 2% en mayo. Acumula una baja de casi 4% en los últimos dos meses y 17% contra el pico de septiembre.
- La aceleración de la inflación recortó a la mitad la mejora de la competitividad que se produjo entre mayo y septiembre.

Tipo de cambio real multilateral
Índice base dic-01=1

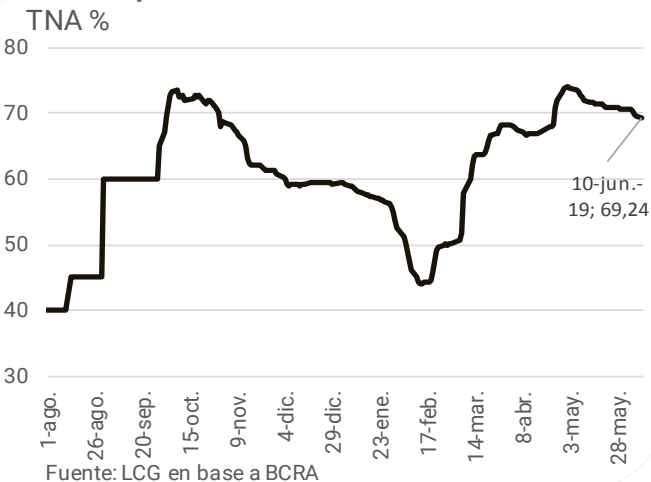


Fuente: LCG en base a BCRA

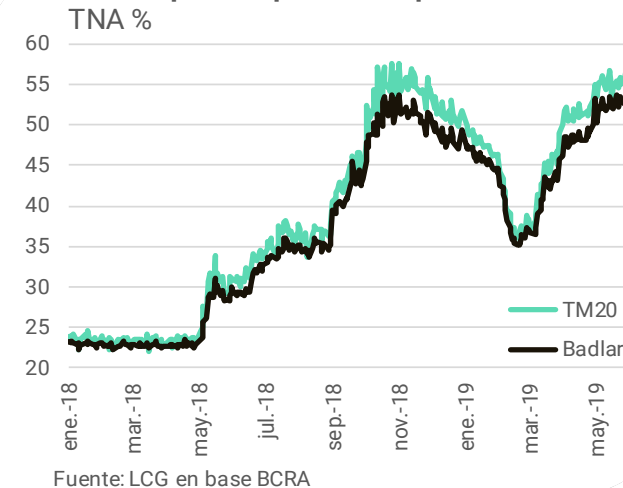
Tasa de referencia

- Las tasas en pesos han disminuido marginalmente. Si bien los rendimientos siguen siendo muy elevados, la tasa de política monetaria tuvo un leve retroceso desde 71,6% a mediados de mayo a encontrarse actualmente en 69,2%

Tasa de política monetaria



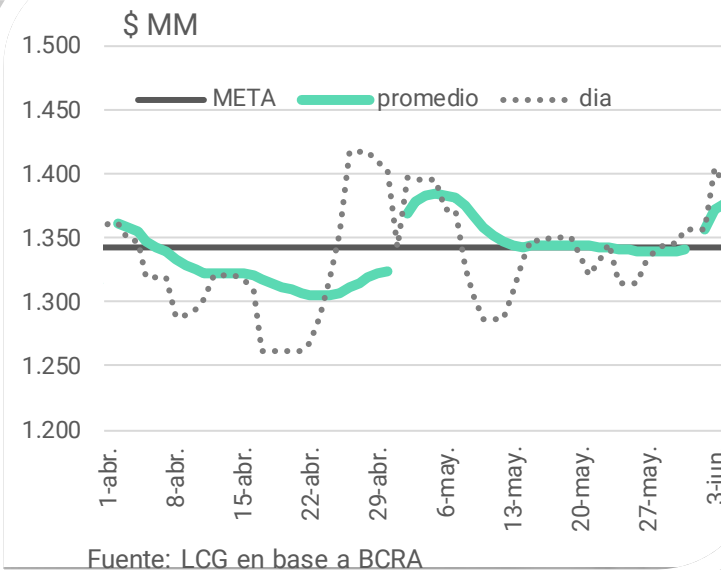
Tasa depósitos privados a plazo



Programa Monetario

- Con la inestabilidad cambiaria de marzo y la aceleración inflacionaria posterior, el BCRA había endurecido todavía más su PM. Ratificó el crecimiento 0% para la BM hasta fin de año, partiendo del nivel de febrero (\$ 1.343 MM), con aumento estacional únicamente en diciembre (6%).
- En mayo el BCRA sobrecumplió la meta en \$ 2,5 MM. Se trata del octavo mes que lo logra, aunque el margen es cada vez menor.
- Al eliminarse el ajuste estacional de junio, el endurecimiento del Programa Monetario se sentirá particularmente durante este mes. La postergación a junio del pago del impuesto a las ganancias sumado al efecto aguinaldo implicarán un aumento de la demanda de dinero transaccional que podría repercutir en tasas más altas. En este sentido, los niveles actuales de la tasa de interés (69%) lucen a piso.**
- Corregido por el efecto precios de los últimos tres meses (marzo-mayo), la BM debería ser 12% superior (+\$ 170 MM).

Base Monetaria



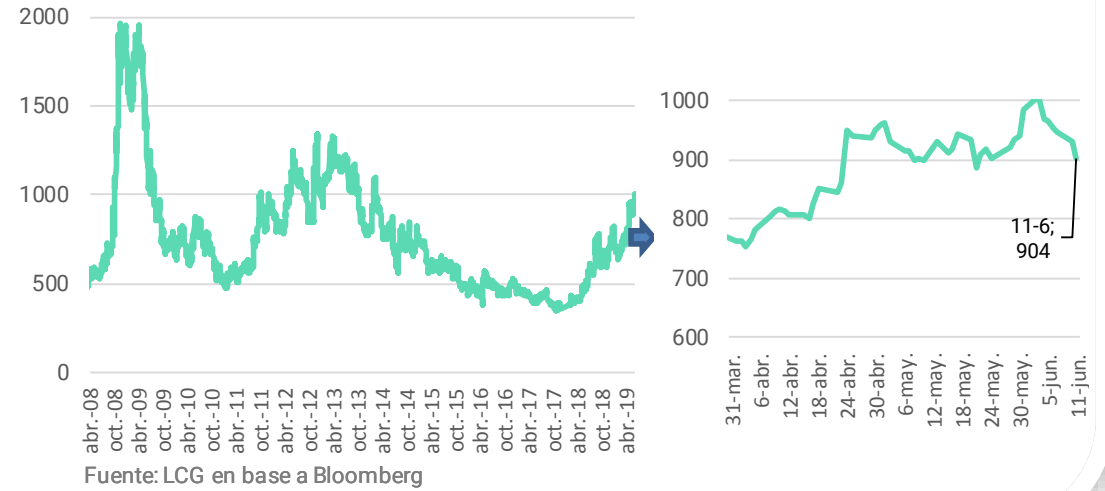
EMBI

- Luego de haber superado los 1000 puntos la semana pasada, el EMBI retrocedió a niveles de 950 puntos .
- **Ayer recortó otros 30 pbs luego de conocerse la fórmula Macri-Pichetto** (había llegado a marcar 866 pbs).

Renta fija en US\$

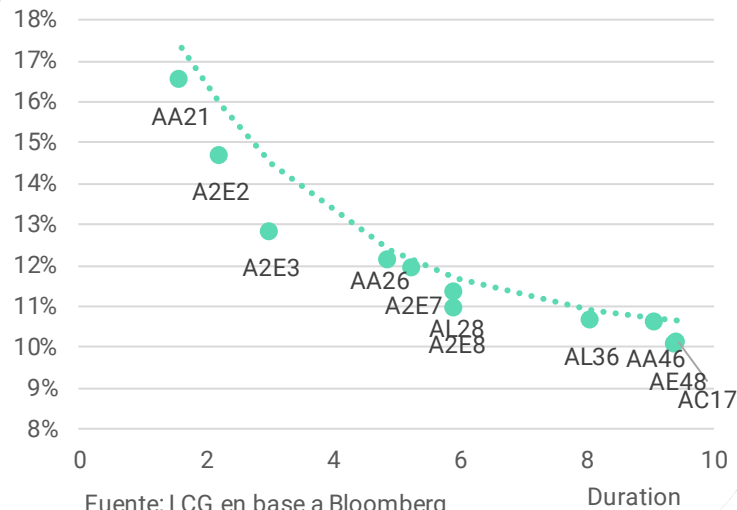
- La curva de bonos argentinos denominados en dólares muestra una pendiente negativa, con rendimientos que van desde el 16% para el tramo corto, 12% para el tramo medio y del 10% para el tramo largo.
- La recepción del anuncio de la nueva fórmula presidencial fue buena: pe. el AY24 subió 3% ayer luego de conocerse la noticia. No obstante, es conocido que los mercados tienen a sobre reaccionar.
- Todavía es clara la falta de interés por parte de los inversores en sumar posiciones en Argentina, a pesar de los elevados rendimientos. **Tanto las dudas con respecto a las elecciones de este año como la sustentabilidad de la deuda a mediano plazo hacen que no esperemos cambios significativos en el comportamiento de los bonos para las próximas semanas.**

Riesgo País Argentina Índice EMBI



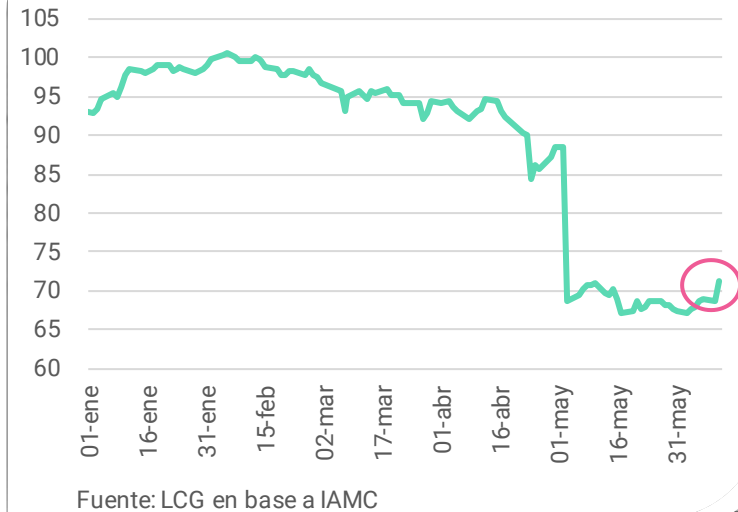
Renta fija en US\$ Ley NY

% YTM



Precio BONAR 2024 (AY24)

US\$ c/100 VN

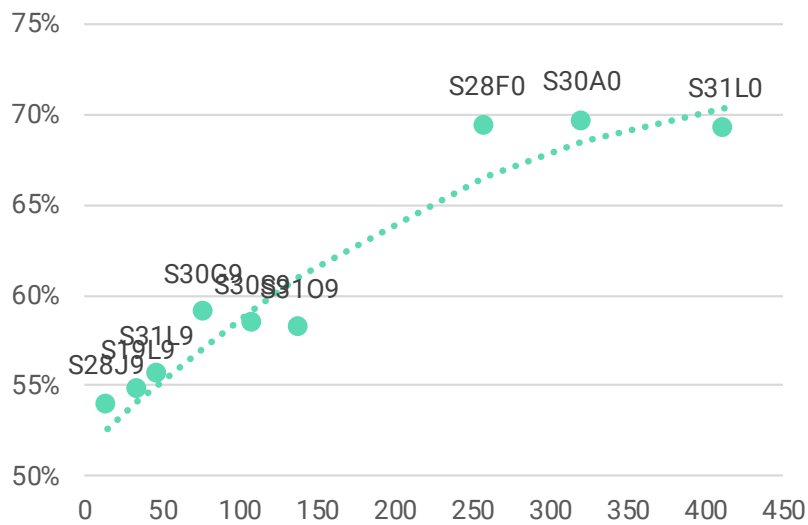


Renta fija en AR\$

- Los instrumentos en pesos a tasa fija se han comportado en línea con la tasa de política monetaria, con las Lecaps operando por debajo del 60% de TNA para los vencimientos en 2019.
- La deuda CER sigue mostrándose ofrecida, con rendimientos reales del 40% para el tramo corto (TC20), 30% para el tramo medio (TC23) y 14% para el tramo largo (PAR). Creemos que en este tipo de ajuste el castigo ha sido excesivo y es la curva con mayor potencial de *upside* a 9/12 meses vista. Habría valor en el tramo medio-corto, pero probablemente haya que esperar a 2020 para ver resultados en esta estrategia (con los riesgos del *carry* del activo que esto implica).

Letras del Tesoro en AR\$

% YTM

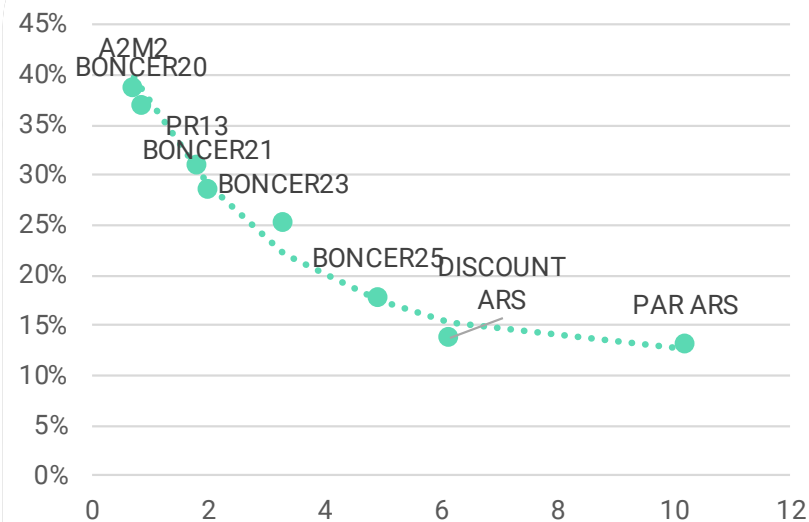


Fuente: LCG en base a Bloomberg

Duration

Renta fija en AR\$+CER

% YTM



Fuente: LCG en base a Bloomberg

Duration