

Momento de posicionarse defensivamente

Resumen y conclusiones

- Con tarifas de servicios públicos presionando la inflación de diciembre y una demanda de Lebac's menguada por cambios en las regulaciones de inversión de las compañías de seguros, el nivel de tasas locales en pesos (Lebac's) enfrenta más riesgos hacia la suba que a la baja.
- Primeros dos vencimientos de Lebac's son los que ofrece la mejor relación retorno/riesgo curva de rendimientos.
- Tipo de cambio apreciándose vs USD en términos nominales está mostrando el enorme atractivo que provee el diferencial de tasa a favor del Peso.
- Bonos soberanos en USD cotizando en máximos del año y habilitan emisiones de provincias y corporativos en niveles difícil de imaginar hace poco tiempo atrás.
- Por su liquidez y duración, el Bonar 24 o las Letes son instrumentos que favorecemos para estar posicionados hasta tanto veamos puntos de entrada más atractivos.

José M. Echangüe
Estratega

+ 54 11 2206 2206

comercial@consultatioinvestments.com

Momento de posicionarse defensivamente

Si el mes de diciembre termina dando una inflación general del orden 2%, el dato debería ser tomado como una “buena” noticia por el Banco Central. Los anuncios del día de hoy de aumento de tarifas de electricidad (+47%) y gas (45%) se suman a la quinta suba del año en prepagas (+6%), mientras se espera que naftas y transporte público tengan actualizaciones en el futuro inmediato.

El dato relevante (además de la magnitud de los aumentos) es que, con la excepción de prepagas, los precios que se están ajustando tienen todos impactos de segunda ronda relevantes. Así, las presiones inflacionarias serán altas durante todo el verano y recién comenzarán a aflojar hacia Abril, cuando está previsto una nueva ronda de actualizaciones.

¿Cómo va a reaccionar el Banco Central? En una [conferencia realizada](#) esta semana Federico Sturzenegger dió algunas definiciones relevantes sobre la marcha de la política monetaria que permiten intuir algunas respuestas. La más relevante tal vez fue la de no dar señales de modificación del objetivo de inflación para 2018, fijado en una banda del 8% al 12%. Para poder alcanzar este objetivo, la inflación promedio mensual debería ser de 0.9%, es decir, menos de la mitad de lo que se proyecta para este mes.

Otro aspecto relevante del discurso fue cuando el titular del Banco Central afirmó *"Algunos hablan de la tasa; otros, de la cantidad de dinero. En definitiva todos hablamos de lo mismo"*. La referencia a la importancia que tiene el crecimiento de la cantidad de dinero cobra especial relevancia en el contexto donde las compañías no podrán renovar sus vencimientos en la próxima licitación Lebacs, estimados en un 15% del stock total y los fondos comunes de inversión lo harán sólo parcialmente. En otras palabras: lo esperable para la próxima licitación del Lebacs es que el Banco Central termine inyectando más liquidez de la habitual a una economía que está experimentando una aceleración inflacionaria producto de un ajuste de precios regulados. Más allá de los rezagos con los que pueda operar cada variable, la única forma de compensar ese efecto es salir a vender Lebacs en el mercado secundario. La pregunta del millón es: ¿podrá hacerlo a la misma tasa? En nuestra opinión, la respuesta es: no.

Con una inflación más alta y la necesidad mayor de esterilizar el crecimiento de medios de pago, nuestro escenario base es que durante el verano las tasas de Lebacs sean superiores a los niveles que estamos viendo hoy. Esto refuerza la recomendación de mantenerse en el primer o segundo vencimiento de la curva que venimos manteniendo en nuestros últimos informes.

Momento de posicionarse defensivamente

La apreciación del tipo de cambio en las últimas jornadas está reflejando, en nuestra opinión, algo de esta perspectiva. Además de un USD global más débil, el atractivo del Peso que ya era de por sí muy alto después de las últimas subas de tasas del último mes y, en nuestro escenario base, lo será más durante el verano si el aumento de tasas se materializa. Por esta razón mantenemos nuestra recomendación de una alta exposición a Pesos en nuestras carteras recomendadas (ver Reporte Carteras recomendadas).

En el espectro de bonos en USD, los últimos 15 días pusieron de manifiesto que el apetito por los bonos argentinos sigue intacto. Si no están en máximos, los precios de mercado de la mayoría están apenas a pocos centavos del pico. Con los precios actuales, los instrumentos del tramo más atractivo de la curva (tramo medio) está rindiendo 5.5%, consistente con un spread de 320 puntos básicos sobre la curva del tesoro americano.

Esta bonanza está permitiendo que emisores provinciales estén pudiendo acceder al mercado internacional en condiciones que poco tiempo atrás eran muy difíciles de imaginar. Por caso, puede tomarse el ejemplo Río Negro que esta semana colocó por primera vez en su historia USD 300 millones en un bono a 7 años de plazo promedio, con un rendimiento de 7.75% y con ofertas por USD 1500 millones. Entre Ríos y Ciudad de Buenos Aires completaron emisiones muy exitosas en USD y Pesos la semana pasada y la anterior y La Rioja lo hará la semana próxima. Por último, la Provincia de Buenos Aires también esta en tratativas de realizar una colocación antes de fin de año.

A medida que se acerca fin de año, la demanda de bancas privadas de instrumentos argentinos aumenta estacionalmente por motivos impositivos (bienes personales). Esto es un movimiento que también estamos viendo en el mercado, especialmente en la parte media y corta de la curva. Como anticipamos en nuestro último reporte, esperamos que el “riesgo de oferta” durante enero y febrero sea importante, habida cuenta de que será el momento cuando el Tesoro Nacional comience colocar bonos en el mercado para financiar el programa financiero 2018.

Esta situación y un contexto internacional donde las tasas internacionales estuvieron mostrando presiones hacia la suba, nos hace mantenernos cautelosos respecto del riesgo que implica alargar plazos (duration) en la curva de bonos a la espera de mejores puntos de entrada. Por su liquidez y duración, el Bonar 24 o las Letes son instrumentos que favorecemos para estar posicionados en el próximo mes.

Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("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 es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° 351 y Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n°47, en ambos casos 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.