

¿A dónde converge la economía argentina?

Resumen y conclusiones

- En las últimas dos semanas la economía argentina logró finalmente una tregua y las variables financieras muestran signos de estabilización.
- Estabilizada la incertidumbre de corto plazo las dudas del inversor se renuevan. Si el ajuste en curso es exitoso, ¿cuál es el nuevo equilibrio al que puede converger la economía argentina en términos de precios de activos en el mediano plazo?
- En el presente documento analizamos perspectivas de mercado contrastando con la experiencia histórica y derivamos implicancias para el posicionamiento de portafolios.
- El análisis ratifica visión de seguir manteniendo una cartera defensiva, concentrada en instrumentos de corto plazo y una proporción alta de moneda extranjera en los portafolios (ver detalles en publicación separada de carteras recomendadas).

José M. Echagüe
Estratega

Emiliano Zenarruza
Analista

+54 11 2206 2206

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

¿A dónde converge la economía argentina?

En las últimas dos semanas la economía argentina logró finalmente una tregua. Varios indicadores financieros reflejaron un cambio importante respecto del modo corrido cambiaria que caracterizó a los últimos tres meses. El tipo de cambio se estabilizó alrededor de ARS/USD 27,50, las tasas de interés de Lebac bajaron desde los máximos de 65%, el Banco Central logró llevar a cabo su licitación mensual bajando el stock sin que eso se traslade a la divisa y los precios de los bonos en ARS empezaron a encontrar demanda. Bonos en USD y acciones todavía no pueden contarse entre los ganadores.

A diferencia de lo ocurrido en las licitaciones de Lebac de Mayo y Junio donde la apuesta oficial para estabilizar el mercado pasó por un shock de expectativas (anuncio de emisión sorpresa de Botes en Mayo, Acuerdo con el FMI en Junio) en esta oportunidad lo que explica la calma lograda son los resultados del impacto de medidas macro muy contundentes: apretón monetario mayúsculo y muestras muy palpables de compromiso de ajuste fiscal.

Estabilizada la incertidumbre de corto plazo las dudas del inversor se renuevan. Si el ajuste en curso es exitoso, ¿cuál es el nuevo equilibrio al que puede converger la economía argentina en términos de precios de activos?

Para ensayar una respuesta comparamos el comportamiento de tres bloques de variables (financieras, macro y externas) durante los últimos 10 años y las confrontamos contra la situación que hoy podemos anticipar que puede materializarse en los próximos doce meses. A continuación, resumimos nuestras conclusiones:

Variables Financieras	Actual	CFK 1	CFK 2	MACRI	Prom 10y
TCRM	112	135	98	93	110
BADLAR Real	3.3	-9.8	-10.0	-5.0	-9.2
Prima de riesgo (EMBI+ Arg)	585	853	877	450	776
Merval USD	927	443	511	1182	657
Variables Macro	Actual	CFK 1	CFK 2	MACRI	Prom 10y
Crecimiento PBI	0.5%	3.6%	0.4%	0.5%	2.4%
Inflación	29.4	22.3	28.7	32.1	27.0
Resultado Primario SPN / PBI	-2.7%	0.8%	-1.1%	-4.0%	-0.7%
Resultado Financiero SPN / PBI	-5.6%	0.0%	-2.0%	-5.9%	-1.7%
Variacion Reservas Int.		-147	-4710	14434	2048
Superávit Comercial / PBI	-0.7%	3.4%	0.3%	-1.5%	1.5%
Superávit Cuenta Corriente / PBI	-3.0%	0.6%	-2.5%	-3.8%	-1.2%
Deuda / PBI	60%	48%	45%	55%	50%
Deuda neta / PBI	27%	23%	15%	22%	22%
Variables Externas	Actual	CFK 1	CFK 2	MACRI	Prom 10y
FFR	2.0	0.74	0.25	1.0	0.5
UST 10y	2.9	3.2	2.2	2.2	2.5
Soja	315	427	469	360	424
Petróleo	74	85	84	51	47
Términos del intercambio	134	127	135	132	131
USD Global	1181	990	1058	1189	1071

¿A dónde converge la economía argentina?

La foto actual vs la de los últimos 10 años

La corrida cambiaria de los últimos meses dejó de manifiesto que las posibilidades que Argentina pueda converger más o menos rápidamente a estándares comparables con las de sus pares latinoamericanos es una foto que quedó atrás, y que tal vez vimos por última vez a fines de 2017.

La imagen del período 2007-2015 es una referencia cercana de una economía que estuvo expuesta a shocks externos y locales y que enfrentó restricciones importantes de financiamiento para poder crecer. Desde ese ángulo, esta imagen se vuelve mucho más cercana a la actualidad que la situación por la que atravesó el país en los últimos dos años, donde contó con financiamiento extraordinario para poder reducir desequilibrios.

Si comparamos los precios de las variables financieras, la prima de riesgo hoy todavía es menor que en los promedios de esos períodos, el tipo de cambio está en línea con el valor medio de los últimos 10 años y la tasa de interés real en pesos está mucho más alta, hoy en terreno positivo.

En términos del estado de las variables macro la comparación es más desfavorable. Los desequilibrios hoy son mayores, con un nivel de deuda que también creció. El punto a favor respecto de los dos mandatos de Cristina Kirchner es que en la situación actual el set de políticas económicas está orientado a reducirlos y no a agravarlos como fue el caso en su momento.

Finalmente, las variables del contexto externo revelan que aunque la situación hoy es un poco más demandante, aunque la diferencia en el contexto no alcanza para explicar la performance reciente.

Perspectivas macro

Las medidas que sirvieron para estabilizar las variables financieras en el corto plazo (apretón monetario y ajuste fiscal) tendrán costos en términos de actividad que todavía no terminaron de manifestarse. En los próximos seis meses, el flujo de noticias que debemos esperar en este sentido es claramente negativo. El tiempo necesario para restaurar la confianza de las variables reales será más lento que el de las financieras.

A esto se suma la incertidumbre del año electoral que empezará a gravitar más fuertemente una vez que se agoten los impactos de las respuestas de política económica de las medidas actuales. Al día de hoy, las dudas sobre cambio de gobierno se encuentran reflejadas en los precios de una forma relativamente suave. El diferencial de rendimientos entre la deuda que vence dentro del mandato actual vs el año siguiente es de 80 puntos básicos en la curva de USD.

¿A dónde converge la economía argentina?

Programa financiero

La principal duda de los inversores en las últimas tres semanas pasó por cómo podrá el gobierno atender a los vencimientos de deuda del año que viene. En términos muy concretos: ¿hay que contemplar la posibilidad de un evento de crédito (default)?.

Nuestra visión es que el programa financiero es desafiante pero atendible. El gobierno cuenta con apoyos relevantes y está avanzando rápidamente en los compromisos asumidos -ajuste fiscal, extensión de plazos de los vencimientos de Letes, reducción del stock de Lebacs- que le aportan margen de negociación en caso de que sea necesario.

Dicho esto, entendemos que la renovación de vencimientos no se hará necesariamente a los precios actuales. En nuestro escenario base, la prima de riesgo actual de los bonos en USD tienen más elementos para subir en el margen que para volver a los niveles promedio que exhibió durante la primera mitad de la gestión Macri.

Tipo de cambio

Con una macroeconomía (crecimiento, inflación y déficit gemelos) en peor estado e incertidumbre electoral que pone en duda la sostenibilidad de los cambios implementados, el tipo de cambio de equilibrio que anticipamos a mediano plazo es más alto. A favor del Peso juega el nivel de tasas de interés reales que hoy tiene la moneda local, que contiene expectativas de depreciación en el corto plazo.

La duda aquí es si este nivel de tasas puede considerarse sostenible. La respuesta depende de varios factores: i) ¿cuál impacto de la recesión sobre la inflación?; ii) ¿Cómo entiende la nueva gestión del Banco Central la señal de tasas de interés? ¿sigue siendo el principal instrumento de gestión monetaria o hay objetivos de tipo de cambio de corto plazo como hoy?, iii) Mas allá de las tasas base, ¿sigue siendo atractivo el peso sin spreads como los actuales de entre 800 y 1400 puntos básicos sobre BADLAR?

Recomendaciones de posicionamiento

Desde una perspectiva de corto plazo, las condiciones parecen estar dadas para asumir tácticamente algo más de riesgo en términos de tipo de cambio. Sin embargo, esta coyuntura choca contra la visión de mediano plazo recién descrita y la experiencia muestra que los cambios se producen a una velocidad muy alta y es difícil anticiparlos con precisión.

¿A dónde converge la economía argentina?

Por estas razones, preferimos mantener la posición cauta que se encuentra reflejada en nuestras carteras recomendadas.

En líneas generales, la visión sigue siendo mantener una cartera defensiva, concentrada en instrumentos de corto plazo (no asumir riesgo duración en la curva USD) y una proporción alta de moneda extranjera en los portafolios (ver detalles en publicación aparte).

Disclaimer

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 Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 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.