

# Local House View

Local House View - Abril 2011

## Comentario Económico

La actividad económica moderó levemente su ritmo, al crecer un 9% anualizado en el trimestre diciembre-febrero respecto del período septiembre-noviembre. El indicador general de actividad (IGA) de la consultora OJ Ferreres mostró una caída del 0.6% mensual desestacionalizado en febrero. En términos interanuales, el IGA creció en diciembre un 7.0% respecto del año anterior. En tanto, el indicador de actividad económica EMAE de la oficina nacional de estadísticas INDEC muestra un crecimiento interanual del 9.5% a diciembre. Nuestra estimación de crecimiento del PIB para 2011 se mantiene en 5.8%.

El escenario internacional continúa siendo positivo para Argentina. Los riesgos planteados por el alza del precio del petróleo y las consecuencias del terremoto y tsunami en Japón no impactarían primariamente a la economía argentina. Los precios de commodities exportables de Argentina continúan firmes y aumentaron un 34% en el último año.

El gasto primario viene avanzando a un ritmo de 31% interanual, en el promedio de diciembre a febrero, desacelerando desde el 43% que mostrara en el trimestre cerrado en noviembre pasado. Sin embargo, esperamos que a medida que se acerque el período electoral comience a acelerarse para completar el año con un crecimiento del 37%. Los ingresos fiscales, en tanto vienen expandiéndose a un ritmo de 39% interanual a febrero y se esperar que se aceleren en el segundo y tercer trimestre del año en vistas de los mejores precios de venta para la presente campaña agrícola. En suma, el superávit primario se mantiene en 1.7% del PIB, que dejando de lado las transferencias del fondo de garantía de sustentabilidad de la ANSES y del BCRA se mantiene en un déficit de 0.3% del PIB.

El superávit comercial en 12 meses se estabilizó en febrero en USD11.3 miles de millones, cifra similar la acumulada a enero, pero un 34% por debajo de la vigente un año atrás. La cuenta corriente arrojó un superávit de 0.9% del PIB en 2010 y proyectamos que se ubique en torno al equilibrio este año. En tanto, la cuenta financiera de la balanza de pagos mostró una disminución de los egresos de capital (1.8% del PIB) y un aumento de los flujos ingresantes (2.5% del PIB). Así, los flujos de moneda extranjera comienzan a mostrar un perfil diferente al que tuviera lugar desde la salida de la convertibilidad. A partir de 2010 la fuente de divisas principal ha pasado a ser los flujos financieros, en lugar del superávit de cuenta corriente. Esperamos que este nuevo patrón se mantenga el presente año.

Las estimaciones privadas y provinciales de inflación se ubicarían en torno al 2.0% en marzo, llevando la inflación en términos interanuales al 21%. Las

estimaciones de inflación “core” a febrero se ubican en 24%, habiendo detenido una tendencia creciente que llevaban hasta comienzos del año. Esperamos que la inflación converja a 25% interanual a medida que avance el año. Los riesgos continúan siendo al alza, tanto por factores externos como los precios de commodities como por el sesgo expansivo de políticas fiscales y monetarias.

El tipo de cambio se elevó en marzo de 4.03 a 4.05, una depreciación anualizada del 6%. Esperamos una moderación en el ritmo de depreciación comenzando en el segundo trimestre, momento en que se espera la mayor afluencia de dólares por la cosecha. Así, proyectamos que el tipo de cambio se ubique en 4.15 a fin de año.

Respecto del panorama político, la presidente Cristina Fernández de Kirchner sigue siendo vista por los analistas políticos como la más probable candidata por parte del oficialismo. El Partido Radical no realizará, finalmente, elecciones preliminares en el mes de abril, como tenía previsto. En cambio, los precandidatos Ricardo Alfonsín, Ernesto Sanz y Julio Cobos participarían de las internas abiertas obligatorias de agosto. Por otra parte, el principal candidato de una posible alianza entre el peronismo disidente y el partido de centro-derecha PRO sigue siendo el Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires Mauricio Macri. Ambos frentes estarían disputándose la posibilidad de participar en una eventual segunda ronda enfrentando al candidato oficial.

## **Mercado Accionario**

En Marzo, el mercado de acciones argentino sintió fuertemente la corrección bajista de los mercados externos producto de las noticias provenientes de Japón, el norte de Africa y el Medio Oriente. No participó de igual manera en la recuperación de los mismos en los últimos días del mes de la mano de mejores datos económicos en USA (signos de recuperación en el mercado laboral por encima de las expectativas del mercado)

Las estadísticas oficiales locales continúan confirmando un buen momentum económico, que difícilmente se dejará debilitar en los próximos meses, salvo evento geopolítico externo de considerable magnitud, teniendo en cuenta el cronograma electoral de los próximos meses. La plataforma electoral oficial se basa en gran parte justamente en los logros en el frente económico.

Como hasta ahora, el frente económico no es el que requiere de mayor atención en el mediano plazo. Es el frente político del que probablemente provendrán la mayor generación de incertidumbres tanto para el inversor local como para el externo. Si bien pareciera que el inversor externo se ha replegado del mercado local luego de las fuertes ganancias de los últimos dos años, no es menos cierto que continúa monitoreando el mercado en busca de un buen momento para volver a ingresar, atraído por la fortaleza económica Argentina y por las atractivas valuaciones de muchos de sus activos de inversión.

Desde fines de Diciembre pasado, el magro volumen de operaciones y la falta de tendencia clara en la mayoría de los papeles y sectores han sumido al mercado local en un letargo que muchos anticipaban para las semanas previas a las elecciones presidenciales de Octubre, pero nunca para los tres primeros meses del año. Si bien esta falta de volumen es un fenómeno global, en el mercado local se está sintiendo mucho más. Esto genera la aparición de desarbitrajes que no pueden ser explotados fácilmente por la falta de volumen, lo que en muchos casos incrementa aún más el atractivo de varios papeles/ sectores del mercado

local. Estos desarbitrajes son tanto referidos a otros sectores/papeles del mercado local como en referencia a los mismos sectores en la región.

Esta situación de incertidumbre política, buenos fundamentos económicos, falta de volumen, valuaciones atractivas, constituyen una mezcla muy atractiva para el inversor minorista de mediano plazo, no obstante la cultura de inversión del inversor promedio local no le permite explotar al máximo esta oportunidad al poner énfasis en la volatilidad de corto plazo.

La conclusión es entonces que el mercado de acciones local ha entrado en una dinámica que depende fuertemente del plano político, que acompaña dirección de los mercados internacionales, pero sin la claridad de la segunda mitad del 2010. El magro volumen de negocios deja expuesta la plaza local a los vaivenes propios de mercados marginales, en los que los precios vagan sin tendencia definida o relación directa a los fundamentos de las empresas, y fuertemente influenciados por jugadores de cortísimo plazo.

Respecto al plano político, el mercado parece haber comenzado a descontar las altas probabilidades de un nuevo mandato de Cristina Kirchner. Si bien esto no sería en sí algo bueno o malo, la sucesión de mensajes oficiales de los últimos meses, parecen despertar luces de alerta en varios analistas al preguntarse si un nuevo mandato irá sobre las mismas bases que el actual, o si con el respaldo de una mayoría parlamentaria se perseguirán medidas mucho más arbitrarias y distorsivas.

Tampoco está claro el hecho de que la victoria de un candidato opositor sea mejor para el mercado y la sociedad en su conjunto, no obstante la dirección del gobierno en los últimos meses hace incrementar las esperanzas de que esto sea así.

Los sectores más golpeados en el mes han sido el bancario, las utilities y el sector de materiales, probablemente los grandes perdedores en caso de una victoria oficialista en virtud de los proyectos que involucran al sector bancario (considerar los servicios bancarios como un servicio públicos obligando a los bancos a incrementar el riesgo asumido), y a los enormes problemas que enfrentan las empresas de Utilities con tarifas congeladas y aumentos constantes en los costos (vía salarios e insumos).

Por el contrario los papeles más favorecidos en el mes han sido los relacionados al consumo. Las acciones de Mirgor se han destacado por sobre el resto, apoyadas en parte por una producción automotriz haciendo records históricos permanentes y en parte por una transformación propia de la empresa (entrada al segmento de producción de celulares y microondas). Las acciones de Ledesma y Molinos continuaron mostrando una performance envidiable, sobre la base de la fortaleza de los precios internacionales de los commodities y situaciones internas propias de oferta y demanda (azúcar). Tenaris también ha contribuido al segmento de los ganadores en el mes, sobre la base de los datos de recuperación global en el número de plataformas de perforación, atado esto a la escalada en el precio del petróleo y a factores geopolíticos.

De cara a los próximos meses, consideramos que existe un alto potencial en el mercado local de acciones. El bajo volumen e interés por parte de los inversores externos es hoy un aspecto negativo del mercado, no obstante puede tornarse en algo muy positivo para aquellos inversores de largo plazo que se permitan niveles de volatilidad superiores al promedio. La victoria oficialista en las próximas elecciones presidenciales de Octubre no está aún totalmente descontada, por lo

que de hacerse más latente en los próximos meses el mercado podría todavía ir a niveles menores a los actuales. El problema con esta situación es que de aparecer un candidato opositor firme en el mediano plazo, con buenas perspectivas de hacer sombra a la candidatura presidencial oficial, entonces el escenario para el mercado es justamente el opuesto, partiendo de la base de un buen contexto internacional propicio para el país (precio de la soja, apetito por el riesgo emergente, etc.) y de las atractivas oportunidades de inversión locales.

Está claro entonces que la historia de inversión en acciones locales ha pasado a depender sobremanera del frente político, extremadamente difícil de predecir o entender para jugadores ajenos al mismo. Lo positivo de la situación está en que toda la atención debe concentrarse prácticamente en este factor, dado que el frente económico, de valuaciones y humor externo están con señales de luz verde.

## **Mercado de Bonos**

El mercado de renta fija local continuo con un comportamiento dispar entre la curva en pesos y en dólares que ya se venia dando desde el inicio del año por motivo del contexto internacional en donde el conflicto de medio oriente y el terremoto de Japón hicieron que los inversores internacionales prefirieran instrumentos en dólares en detrimento de las monedas locales.

Así es como los bonos nominados en dólares de corto plazo tuvieron un incremento del 0.38% promedio y los bonos del tramo largo de la curva un 3.13%, continuando con la buena performance de los últimos meses, destacándose en este sentido el Bonar X con un incremento medido en dólares del 4.31% en el mes y el Discount Ley NYL del 3.09%.

De esta manera los bonos más cortos de la curva están rindiendo un promedio del 5.2%, y los de mayor duration un promedio de 9%.

En los últimos meses se puede observar un leve empinamiento de la curva de dólares.

En cuanto a los bonos en pesos se puede observar una suba en la parte corta de la curva del 0.82% promedio, destacándose el PRE9 con una suba del 3.15%, revirtiendo de esta mane a la variación negativa sufridas del mes de Febrero, en cambio el tramo largo de la curva tuvo una caída del 1.27%, la peor performance la tuvo el Discount en pesos con una baja del 2.25%.

De esta manera la parte corta de la curva esta rindiendo promedio CER+6.08% y la larga CER+8.06%. Aquí nos encontramos que la curva de CER en los últimos meses tuvo un desplazamiento paralelamente hacia arriba.

No se registraron cambios significativos en los bonos ajustados por Badlar, así tenemos el Bocan 14 que tuvo un incremento del 0.56% recortando su TIR a Badlar + 5.50% y el Bocan 15 con un incremento del 0.85% reduciendo su TIR a Badlar + 5.60%.

Los GDP Warrants continuaron siendo las estrellas del mercado alcanzando máximos históricos en ambas monedas: el warrant denominado en dólares subió 9% y el warrant denominado en pesos subió 7.25%.

Las tasas de interés de corto plazo continuaron estables durante el mes de Marzo.

La Badlar privada cerró el mes en 11.125% prácticamente sin variación con respecto al mes de Febrero que cerro en 11%.

La mayor demanda de los últimos meses de Nobac en detrimento de las Lebac hizo que durante el mes de Marzo tuvieran una disminución importante las tasas licitadas de estas.

Esto era así por que existía un claro desarbitraje a favor de las Nobacs, sumado a que ante una suba de tasas estas tenían una mejor cobertura, lo que hizo que al día de hoy este desarbitraje desaparezca.

Así por ejemplo tenemos las nobacs de 189 días que se redujeron a niveles de 0.31% sobre badlar cuando en Febrero se ubicará en niveles de 1.14%.

La de 365 días se redujera a niveles de 1.30% reduciendo 55bp sobre la de Febrero.

El stock total de Lebac en circulación al 31 de Marzo fue de \$ 34 millones contra los 36 millones del mes de Febrero y el de Nobacs fue de \$ 51 millones contra los 46 millones de Febrero, como comentamos anteriormente estos últimos vienen aumentando su participación en el total de las emisiones, alcanzado el 60% este último mes contra el 56% del mes anterior.

Todas las opiniones vertidas en este documento fueron realizadas por HSBC Global Asset Management y se sustentan en las condiciones actuales de mercado según la fecha mencionada en este documento y están sujetas a cambios sin que medie ninguna comunicación previa. Cualquier pronóstico proyección y/u objetivo son de carácter meramente indicativo y HSBC no se hace responsable de que no se cumplan dichos pronósticos, proyecciones y/u objetivos. Este documento contiene datos extraídos de fuentes consideradas confiables, pero la precisión y confiabilidad de tales datos no ha sido verificada previamente.

Este material ha sido preparado y distribuido solo con fines meramente informativos, y no es una solicitud o una oferta para comprar cualquier clase de activos / instrumentos o para participar en cualquier operatoria de compraventa o estrategia de inversión. Asimismo, el material que contiene este documento no constituye para cualquier lector de este material una recomendación o consejo de inversión para comprar o vender inversiones. Todas las inversiones involucran riesgos, inclusive pérdidas superiores al monto invertido. Rentabilidad pasada no representa una garantía de rentabilidad futura.

Ley 25.738 (art.1°): HSBC Bank Argentina S.A., es una sociedad anónima constituida bajo las leyes de la República Argentina. Sus operaciones son independientes de otras compañías del grupo HSBC. Los accionistas limitan su responsabilidad al capital aportado. Este informe fue elaborado por HSBC Asset Management Argentina - HSBC Bank Argentina S.A.

HSBC y las demás Compañías del Grupo HSBC o sus directores o empleados, podrían, dentro de los límites permitidos por la regulación, tener una posición en títulos valores de las Compañías referidas (u opciones, warrants, cualquier tipo de derechos, o intereses en las acciones u otros títulos valores) y actuar como hacedor de mercado u operar para su cartera propia en cualquier transacción en esos títulos valores.

**HSBC Premier**

**HSBC**   
The world's local bank