

Lunes

1

Debut no positivo

Resumen y conclusiones

Las certezas que aportó el monto extra de fondos disponibles para 2019 para despejar el riesgo de default hasta 2020 parecen haberse diluido en la incertidumbre que generó el desprolijo recambio de autoridades en el Banco Central y la presentación de los nuevos lineamientos de la política monetaria y régimen cambiario.

Los bonos cortos son los principales beneficiados del anuncio de ampliación del paquete de asistencia. El tramo medio y largo de la curva sin embargo, puede demorar más en captar la mejora. El rally que veníamos viendo en las últimas semanas muy posiblemente va a amesetarse.

El esquema monetario anunciado tendrá efectos sobre la inflación, pero su impacto en el tipo de cambio es más incierto y dependiente de la dureza con que reaccione el BCRA en la señal de tasas que implemente a partir de esta semana.

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

Debut no positivo

El impacto inicial del anuncio del nuevo acuerdo con el FMI fue “no positivo”. Tipo de cambio se depreció 7% desde el día previo al anuncio, riesgo país se amplió hasta 623pb (+9pb) y acciones argentinas cayeron 8.8% medidas en USD. Desde este punto de vista, es claro que no fue efectivo en producir un shock positivo de expectativas.

Las certezas que aportó el monto extra de fondos disponibles para 2019 para despejar el riesgo de default hasta 2020 parecen haberse diluido en la incertidumbre que generó el desprolijo recambio de autoridades en el Banco Central y la presentación de los nuevos lineamientos de la política monetaria y régimen cambiario.

Adoptar un esquema de tipo de cambio flotante en una coyuntura de alta incertidumbre (con recambio de autoridades y medidas, con inminente vencimiento de futuros y con bajo volumen operado en el spot) resultó ser una apuesta demasiado riesgosa (¿naive?). El abandono del “intervencionismo”, que le costó el puesto a Caputo, no fue bien recibido por el mercado.

Más allá del mal debut y aún sin conocer la letra chica del acuerdo con el FMI entendemos que los anuncios de la semana pasada justifican: i) interpretaciones diferenciadas para la perspectiva de bonos y tipo de cambio, y ii) una perspectiva distinta para el corto que para el mediano plazo en ambos casos.

Bonos: riesgo de default cubierto hasta 2020. ¿Y después?

Los bonos cortos son los principales beneficiados del anuncio de ampliación del paquete. El tramo medio y largo de la curva sin embargo, puede demorar más en captar la mejora. El rally que veníamos viendo en las últimas semanas muy posiblemente va a amesetarse.

Si bien el monto extra del paquete (USD 7,500 millones) estuvo por debajo de los rumores de los días previos (USD 20.000 millones), entendemos que el monto anunciado es uno de los datos positivos del acuerdo: con la ampliación del paquete y el adelanto del cronograma de desembolsos por USD 18,600 millones el programa financiero queda completamente cubierto hasta 2020 sin que el gobierno necesite colocar deuda en el mercado.

Debut no positivo

La posición técnica debería mejorar. En el esquema previsto, durante los próximos 15 meses el gobierno estará cancelando deuda con el sector privado por un monto que supera los USD 25,000 millones y el sector público será un aportante neto de divisas a la economía por algo más de USD 5,400 millones.

Para pensar el tramo medio y largo de la curva debemos centrar la atención en 2020, donde la situación cambia. Quien gane las elecciones en Oct-19 enfrentará una dinámica de la deuda que se traducirá en un panorama mucho más complejo, caracterizado por:

- Necesidades de financiamiento en 2020 (colocación de deuda en el mercado) por el equivalente a USD 22.000 millones y habiendo ya usado USD 51.000 de los USD 57.000 millones del programa stand-by acordado la semana pasada;
- Stock deuda bruta que sigue creciendo tanto medido en USD como en % del PBI (+ USD 46.000 millones y +39 puntos porcentuales del PBI en Dic-19 vs el momento previo a la corrida);
- Proporción de deuda con organismos e intra sector público (refinanciable pero no reestructurable) aumentando de 27% del total en Mar-18 a 38% en Dic-19.
- Proporción de deuda en USD habiendo pasado de 25% del total en Mar-18 a 22% en Dic-2019, aumentando la vulnerabilidad;

Programa Financiero- Tesoro Nacional				
Usos y Recursos- Tesoro Nacional (en mill. de USD)	2019		2020	
	En USD	% del PBI	En USD	% del PBI
Usos	45,787	12.0%	41,477	10.5%
Déficit Primario	0	0.0%	0	0.0%
Amort. Sector Priv. Y Org. Internacionales*	15,396	4.0%	16,839	4.3%
Letes con el sector privado**	15,694	4.1%	12,787	3.3%
En USD	9,550	2.5%	4,775	1.2%
En ARS	6,144	1.6%	8,012	2.0%
Intereses Sector Priv y Org Internacionales	14,697	3.9%	11,852	3.0%
Fuentes	45,787	12.0%	18,687	4.8%
Saldo inicial de caja	5,400	1.4%		
FMI	22,800	6.0%	5,900	1.5%
Org Internacionales	4,800	1.3%		
Rollover Letes***	12,787	3.4%	12,787	3.3%
Colocaciones de mercado	0	0.0%	22,791	5.8%
Fuentes netas de usos en USD	5,434	1.4%	-10,121	-2.6%
Fuentes netas de usos en ARS	-5,434	-1.4%	-12,670	-3.2%

*No incluye vencimientos de Letes

**El stock inicial de 2019 es equivalente al stock existente al 28-sep-18

*** Se estima que se renuevan el 81% de las Letes en 2019 (50% de las Letes en USD y se colocan nuevas Letes en ARS por USD 1868 millones).

***En 2020, se renueva el 100% del stock de Letes en ARS y en USD

Debut no positivo

Proyección de stock de Deuda Pública								
	mar-18		dic-18		dic-19		Var. Dic-19/Mar-18	
	En USD MM	% del PBI	En USD MM	% del PBI	En USD MM	% del PBI	En USD MM	% del PBI
Deuda Bruta Total	284	46,8%	322	70,2%	330	86,6%	45,9	39,9%
Deuda en bonos	186	30,7%	200	43,7%	187	49,0%	0,2	18,3%
Deuda con organismos internacionales	21	3,4%	48	10,4%	69	18,0%	47,6	14,5%
Letes con sector privado	19	3,2%	16	3,4%	16	4,1%	-3,5	1,0%
Deuda Intra Sector Público	58	9,5%	59	12,8%	59	15,6%	1,5	6,1%
Total deuda bruta en ARS	71	11,7%	82	17,8%	73	19,2%	2,2	7,5%
Total deuda bruta en USD	213	35,1%	240	52,4%	257	67,5%	43,6	32,3%

Esta serie de luces amarillas están indicando que la apuesta por los bonos largos es hoy más riesgosa que antes. Nuestro caso base es que una mejora material del riesgo país será lenta, a la espera de resultados muy concretos en términos de consolidación fiscal. En otros términos: dada la rigidez que va adquiriendo la dinámica de la deuda, si el escenario que se termina materializando no es el virtuoso, el valor de recupero de la deuda de mercado es menor.

La dinámica de la deuda es un punto sobre el que FMI ya realizó algunas observaciones en su acuerdo original. En la revisión del acuerdo esperamos que las actualice y profundice, incluyendo la necesidad de realizar operaciones de administración de pasivos que contribuyan a disminuir la vulnerabilidad. El pedido del gobierno de modificar el artículo 65 de la ley de administración financiera debería leerse en este marco.

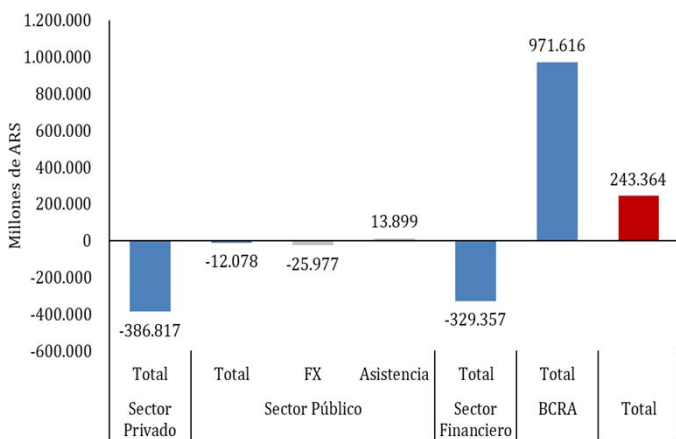
Tipo de cambio: la señal de tasas define en el corto plazo

El recambio de autoridades del Banco Central trajo consigo también una redefinición del régimen monetario y cambiario cuya consistencia todavía es incierta.

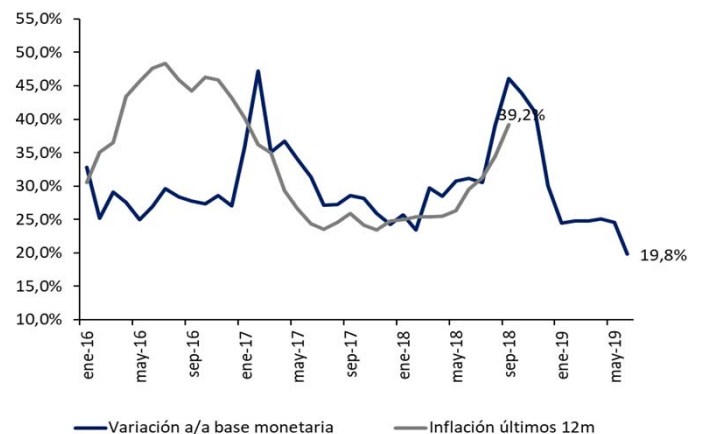
Debut no positivo

Coincidimos con el diagnóstico oficial que la fijación de la base monetaria hasta junio próximo tendrá efectos relevantes para el control de la inflación y no esperamos que sean inmediatos. El crecimiento de la base monetaria venía siendo muy alto (+45%) como consecuencia del desarme de Lebacs. Si se mantiene la base monetaria constante hasta junio, el crecimiento interanual en ese momento alcanzará el 20%.

Factores creación de base monetaria Crecimiento en 2018



Crecimiento proyectado base monetaria hasta Jun-19



Dicho esto, hay una serie de consideraciones sobre la dinámica de corto plazo que pueden hacer que ese “mediano plazo” esperado tarde mucho tiempo en llegar:

- En el esquema de tipo de cambio cuasi libre que se fijó (zona de no intervención demasiado amplia y con un compromiso débil de intervención - USD 150 millones diarios- si el tipo de cambio se escapa, la volatilidad cambiaria puede resultar excesiva;
- Los pesos que presionan el tipo de cambio no son los de la base monetaria, sino los del desarme de activos en pesos, cuyo desarme puede exacerbarse en un contexto de mayor volatilidad;
- Con los bajos volúmenes que hoy caracterizan al mercado de cambios (USD 200 millones) un desarme marginal de plazos fijos y/o dolarización del vencimiento de Lebacs próximo de ARS 235,000 millones (caso base) el salto del tipo de cambio puede ser muy alto sin una fuerte intervención del sector público;

Debut no positivo

Todo apunta a que el Banco Central deberá sobrereaccionar con la señal de tasas que dará a partir del día de hoy en su licitación de Leliqs. En esta suba de tasas no está en juego sólo el atractivo del peso: también lo está su credibilidad.

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 descritos, 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 deasumir, 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.