

Cambiando el “chip” de 2018

Resumen y conclusiones

- El comienzo del nuevo año trajo consigo una dinámica muy distinta en lo que respecta a la performance de la deuda argentina. El contexto internacional ayudó pero lo local también.
- El Gobierno arranca 2019 con una caja abultada. Este año le “sobrarán” USD 9.000 millones que deberán financiar necesidades en pesos a partir de abril. En 2020 habrá que ir a los mercados, la magnitud depende de la renovación en 2019, de la situación fiscal y del FMI.
- Recomendamos aumentar tácticamente la duration, pero aun no vemos condiciones para una baja sostenida en la prima de riesgo. No recomendamos ir más allá de un AY24.
- Dados el diferencial de tasas, los flujos y la cautela del BCRA, seguimos favoreciendo el carry trade, aún con el tipo de cambio cotizando en el piso de la banda.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

+54 11 2206 2206

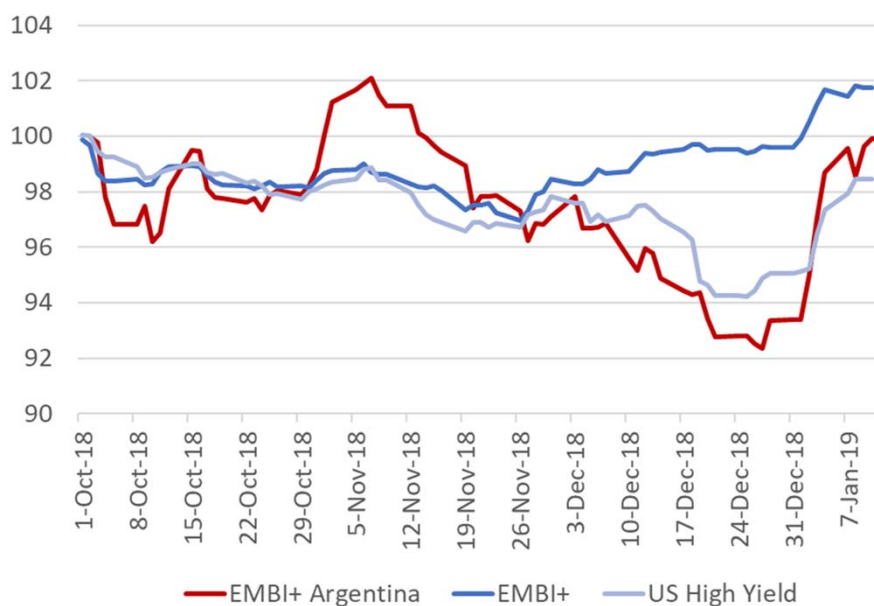
Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque Bureaux
Módulo IV - 3er Piso
C1425DFE

Cambiando el “chip” de 2018

El comienzo del nuevo año trajo consigo una dinámica muy distinta en lo que respecta a la performance de la deuda argentina. El año pasado el tipo de cambio subió más de 100%, los bonos argentinos en USD tuvieron un retorno negativo de 20% en promedio y el Merval medido en pesos se mantuvo prácticamente estable (perdiendo casi 50% en términos reales). Sin embargo, en 2019 la tendencia de los activos locales se revirtió: el tipo de cambio se apreció 1,9 %, los rendimientos de los bonos en USD comprimieron 150 puntos básicos (pbs) y el Merval subió casi 13% en pesos.

El contexto internacional ayudó con una fuerte normalización tras un diciembre fatídico en el cual el apetito por el riesgo se desplomó, la tasa del Treasury a 10 años se hundió 60 pbs y las acciones americanas sufrieron el peor diciembre desde (nada más y nada menos que) 1931. Junto con el cambio de año, también vino un mayor optimismo en torno a las negociaciones comerciales entre China y EE.UU, así como también comentarios de Powell indicando que la Fed será “paciente” con la suba de tasas. En este contexto, las acciones americanas acumulan una suba de entre 2,6% y 3,4% (dependiendo del índice) en lo que va del año, mientras que la tasa del Treasury a 10 años subió unos pocos pbs hasta niveles de 2,70%. Un combo muy bueno para los mercados emergentes que, de hecho, supieron aprovecharlo: el EMBI+ spread cayó 27 pbs y el MSCI EM subió 4,8%. Argentina reaccionó más que proporcionalmente, reflejando su alto grado de riesgo (beta).

Los mercados internacionales experimentaron una fuerte normalización tras un diciembre fatídico
Indices Base 100 = 30-Sep-18



Fuente: Consultatio Investments

Cambiando el “chip” de 2018

El Gobierno también hizo su parte aportando buenos datos en lo que hace al financiamiento de la economía. Primero, presentó el programa financiero para 2019 y 2020, que resulta clave para ir despejando dudas. Luego, el secretario de finanzas Santiago Bausili dió una entrevista a un medio local en el cual se explayó un poco más al respecto, indicando que, a partir de abril, el Tesoro saldrá a vender el exceso de dólares, que estima entre USD 6.000 y 11.000 millones. En tercer lugar, la licitación de Letras en dólares fue exitosa, habiéndose renovado el 100% de los vencimientos en lo que fue la primera licitación del año. Si bien hay que destacar que el vencimiento de dichas Letras es a unos pocos días de las PASO, no deja de ser una buena señal.

Programa Financiero- Tesoro Nacional				
Usos y Fuentes- Tesoro Nacional (en mill. de USD)	2019			2020
	USD	ARS	Total	Total
Usos Totales	30.600	16.900	47.500	35.186
Déficit Primario	0	0	0	-5.200
Plan Gas		600	600	600
Intereses (priv + IFIs + S. Pub Fin)	9.900	4.300	14.200	15.400
Amortizaciones (priv)	7.400	2.600	10.000	11.900
Bonos Internac	2.800	0	2.800	400
Bonos Domésticos	1.100	2.600	3.700	10.300
Repo	3.500		3.500	1.200
Amortizaciones (IFIs)	3.600	0	3.600	3.000
BID + BM + CAF	1.700		1.700	3.000
Otros	200		200	
Club de París	1.700		1.700	
Letes (priv)	9.700	9.400	19.100	9.486
Letes en USD	9.700		9.700	4.462
Letes en ARS		9.400	9.400	5.024
Fuentes Totales	39.662	8.824	46.786	35.472
Saldo de Caja	6.400	4.500	10.900	986
FMI	22.500	0	22.500	5.900
Financiamiento Priv	1.700	0	0	16.100
Mercado internacional				
Mercado doméstico	0	0		15.200
Refinanciación				10.500
Nueva deuda				4.700
Repo	1.700		1.700	900
IFIs	4.600		4.600	3.000
Letes (priv)	4.462	4.324	8.786	9.486
Letes en USD	4.462		4.462	4.462
Letes en ARS		4.324	4.324	5.024
FX GAP (Govt)	-9.062		-9.062	4.594
ARS GAP (Govt)		8.076	8.076	-4.680

Fuente: Consultatio Investments en base a Mecon

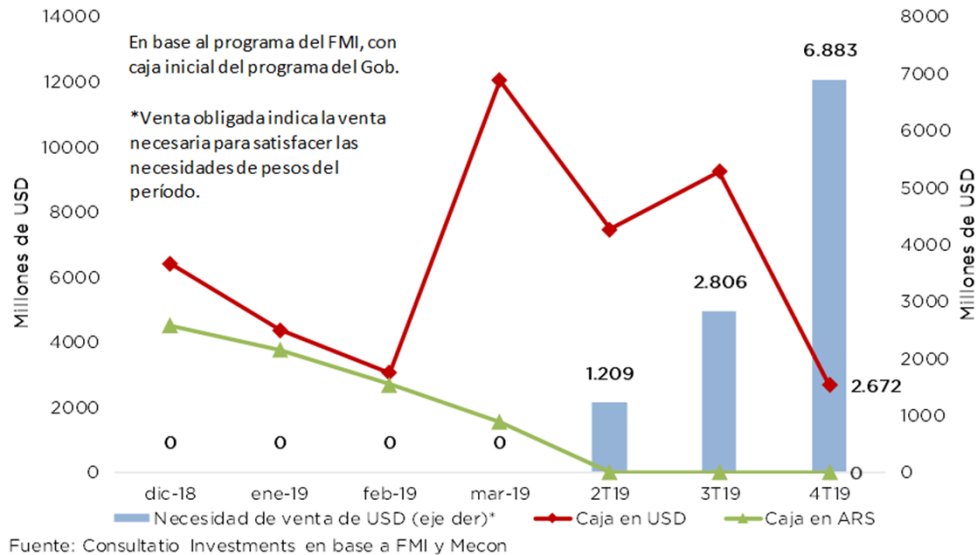
Cambiando el “chip” de 2018

A continuación, presentamos las **conclusiones más importantes** que sacamos del programa financiero 2019 y 2020 presentado por el gobierno; luego analizamos las implicancias de la nueva información en términos de recomendaciones de inversión.

- **El Gobierno arranca 2019 con una posición inicial de caja muy abultada**, contando con depósitos por USD 10.900 millones, de los cuales USD 6.400 millones son en dólares y el remanente en pesos. Esta holgada posición de caja le permitió al Gobierno reducir la tasa de renovación de Letes requerida para cerrar el programa en 2019, cayendo la misma desde un 60% hasta un 46%. Para poner en perspectiva, en el peor momento de la crisis cambiaria del año pasado, la licitación de Letes tuvo una tasa de renovación del 50%. Si bien habrá que esperar a las licitaciones cuyo vencimiento sea post octubre o incluso en 2020, el dato mencionado no deja de ser un dato que brinda alivio en el margen.
- **En términos de moneda, se puede observar que al país le “sobrarán” alrededor de USD 9.000 millones, que deberán financiar necesidades en pesos.** El corolario de esto es que el Gobierno tendrá la necesidad de vender los dólares. Según el acuerdo con el Fondo Monetario, y en línea por los dichos de Bausili a la prensa, la idea del Gobierno es volcar esa oferta de dólares al mercado, lo cual se traducirá en un flujo importante presionando hacia la apreciación del peso. Lo que se quiere evitar al volcar las ventas al mercado es no generarle un costo al BCRA en términos de esterilización de una eventual compra de divisas al Tesoro, que fue un error en los dos primeros años y terminó deviniendo en la “bola de nieve de las Lebac”.
- Es muy útil observar la distribución temporal de las necesidades de venta de dólares del Gobierno. Si bien el programa financiero oficial presenta la información en formato anual, bien podemos recurrir al programa financiero presentado por el FMI en diciembre, que está armado en formato mensual/trimestral. Aunque existen algunas diferencias entre ambos programas, el ejercicio que hicimos es, partiendo de la caja inicial en ARS y USD presentada por el Gobierno, y con las necesidades y fuentes presentadas por el FMI por moneda, llegar a cuál es la caja final para cada período y, por lo tanto, deducir la “necesidad de venta de dólares” del Gobierno. Como puede observarse en el gráfico de abajo, el Gobierno puede transitar el 1T19 sin necesidad de vender USD, aunque **a partir de abril deberá empezar a comprar pesos en el mercado.** Este “timing” coincide con la estacionalidad de la liquidación de la cosecha gruesa en Argentina, con lo cual esperamos un doble flujo que presione al alza a la cotización del peso en el segundo trimestre. El riesgo de la corrida del año pasado parecería ser muy bajo.

Cambiando el “chip” de 2018

El gobierno comenzará a vender USD en el segundo trimestre



- El Gobierno enfrentará vencimientos de deuda por alrededor de USD 10.000 millones, explicados principalmente por las amortizaciones de AA19, AY24, ARGDUO19 y BOGATO19, concentrándose mayoritariamente en el 2T19. Si bien esto no impacta en la dinámica del tipo de cambio (pues, el que cobra una amortización del AY24, continúa teniendo una posición dolarizada), sí esperamos una mejora en la posición técnica y, por lo tanto, un flujo de compra en la curva de bonos en USD por la reinversión. El dato de que esto vaya a tener lugar antes de las elecciones también es un factor positivo a tener en cuenta.

Si bien falta mucho y hay un evento de indudable importancia antes (las elecciones presidenciales), creemos importante destacar algunas cuestiones del programa financiero del 2020, que es ante el cual se enfrentará el próximo presidente y que, en definitiva, también termina influyendo en la dinámica de la deuda argentina.

- Un punto que nos llamó la atención es que el Gobierno sumó como fuentes de financiamiento de parte del FMI los USD 2.000 millones correspondientes a los desembolsos de 2021. Hasta donde hay información, no ha habido comunicación oficial respecto de alguna adenda al último acuerdo firmado con el FMI. Por ello, **estimamos que las emisiones netas en el mercado requeridas para cerrar el programa en 2020, en realidad, son de USD 6.700 millones (en vez de los USD 4.700 millones).**

Cambiando el “chip” de 2018

- La menor tasa de renovación de Letes requerida para cerrar el programa financiero 2019 tiene su correlato en que, dependiendo cuál sea efectivamente la tasa de renovación que se dé, el Gobierno podrá comenzar 2020 con una posición de caja más abultada. Bajo los supuestos que usa el propio Gobierno, con una renovación del 46% en Letes en ARS y USD, un roll-over del repo con bancos de 50% y ninguna emisión (ni bruta ni neta) en los mercados en 2019, la caja inicial de 2020 sería de USD 900 millones de dólares y las emisiones netas requeridas serían de USD 6.700 millones. Sin embargo, si la renovación en 2019 fuese del 80%, entonces en 2020 no habría necesidad de emisiones netas.
- Uno de los supuestos más debatibles del programa financiero del 2020 es el superávit primario de 1% del PBI, ya que el equilibrio fiscal de 2019 es una meta exigente, a la cual se llegará bajando gasto, pero también con suba de impuestos. En otros términos, al equilibrio fiscal se llegaría con medidas de emergencia y no vemos, hoy por hoy, un superávit fiscal primario factible si no se realizan medidas estructurales (fundamentalmente, reforma previsional). En este contexto, si suponemos equilibrio primario en 2020, las emisiones netas ascienden de USD 6.700 millones a USD 11.900 millones (asumiendo roll-over de 46% en 2019).

Implicancias para las recomendaciones de inversión

La mejora en el contexto internacional de los últimos días, junto con el hecho de que el programa financiero de 2019 está cerrado, refuerza el apetito por riesgo en el corto plazo por la deuda argentina en USD. **Recomendamos incrementar levemente la duration en la curva en USD soberana.**

Por otro lado, la necesidad de acudir a los mercados en 2020 (no solo para refinanciar vencimientos (USD 10,500m) sino también para emitir deuda neta (USD 6,700m)) en un contexto internacional que todavía es incierto nos lleva a pensar que **todavía no están dadas las condiciones para una mejora sostenida en la prima de riesgo**. Lo que estamos viendo es una corrección del castigo excesivo que sufrió la deuda argentina a fines del año pasado. **Por ende, no recomendamos extender la duration más allá de un AY24.**

Cambiando el “chip” de 2018

En lo que respecta a los activos en pesos, los flujos de oferta y demanda de dólares en la primera mitad del año (sobre todo en el 2T19) favorecen al peso. Asimismo, el Banco Central mostró mucha cautela esta semana cuando el tipo de cambio perforó hacia abajo la banda inferior y anunció dos compras de dólares por USD 20 y 40 millones (por debajo del máximo permitido de USD 50 millones), reforzando nuestra idea de que el tipo de cambio podría permanecer cerca de la banda inferior por un tiempo. El diferencial de tasas a favor del peso sigue siendo favorable y, por ello, favorecemos el carry trade a estos niveles.

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.