

# La agenda del segundo semestre: Veinte preguntas y varios desafíos

## Resumen y conclusiones

- La “agenda del segundo semestre” está llena de complejos desafíos que sacan a relucir más que nunca el alto grado de interdependencia entre las distintas variables macro, dejando al Gobierno con muy pocos grados de libertad. En este informe, planteamos las veinte preguntas que entendemos centrales de los próximos seis meses e intentamos darles una respuesta.
- La salida del default ley internacional es la punta del iceberg de una larga lista de decisiones que se deben ir tomando para dar paso al canje de deuda en dólares ley local (¿mismo trato?) y a una difícil renegociación de la deuda con el FMI (¿qué formato?). La gran pregunta es en qué nivel se estabiliza la *exit yield*.
- La normalización de la deuda en pesos enfrenta amenazas de corto plazo (¿qué pasará con el TJ20?; ¿y el canje de bonos en USD?), pero también de mediano (¿cuánto se deteriora la macro?). Ratios de renovación cerca del 100% son clave para quitarle presión a un BCRA que va encontrando límites para esterilizar el exceso de liquidez provocado por el desanclaje fiscal (¿qué tan “transitorios” son los gastos sociales de la pandemia?). La duración de la cuarentena tiene un impacto directo en la dinámica fiscal, pero también en la recuperación.
- La dinámica de reservas del primer semestre sugiere que el tipo de cambio oficial debe ajustarse (¿de un salto o con aceleración del *crawling peg*?). En ese contexto, ¿hacia adónde se dirige la brecha?. Hay otros precios relativos que demandan un ajuste, como las tarifas (por el lado fiscal) o la nafta (por el externo). Todo esto determinará cuánto se acelera la inflación el segundo semestre, retroalimentando la dinámica del tipo de cambio.
- Teniendo en cuenta el calendario electoral 2021, ¿los ajustes se hacen rápido o se intenta llegar a la elección sin mayores cambios?; ¿habrá cambio en la conducción económica?.

José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Estratega de Renta Fija

Federico Bruno  
Analista

Erik Schachter  
Analista

+54 11 2206 2206

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

## La agenda del segundo semestre

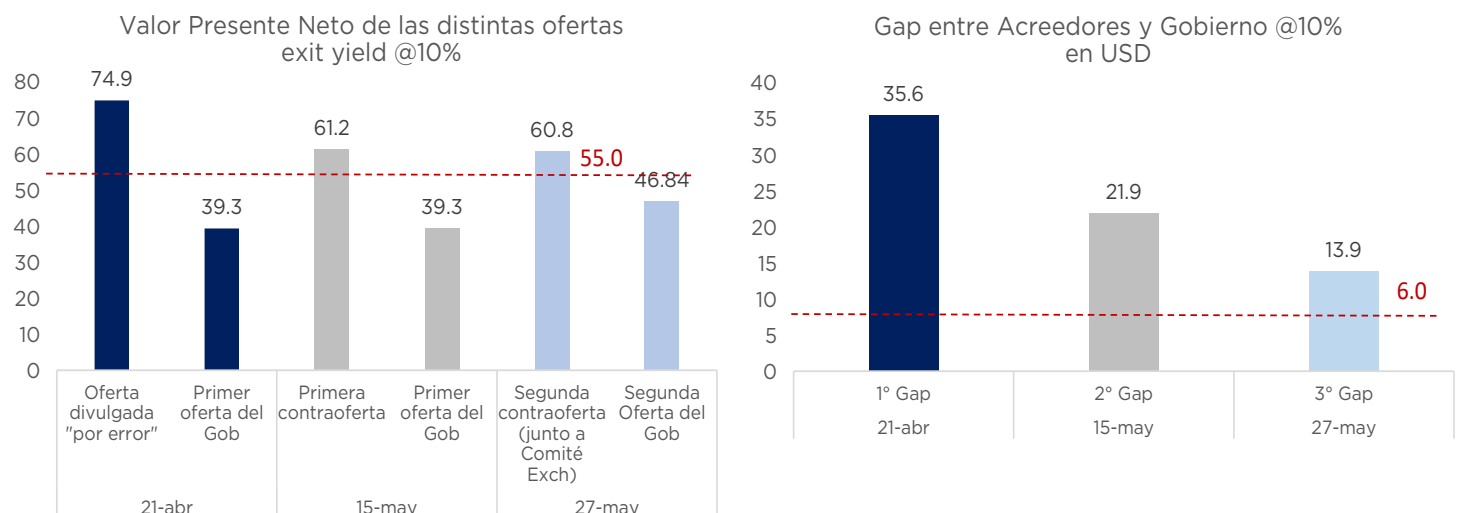
### Las veinte preguntas centrales de la agenda del segundo semestre

- |  |   |
|--|---|
| 1 ¿se sale del default ley internacional?                                  | 11 ¿devaluación de una vez o aceleración del crawling peg?              |
| 2 ¿qué pasa con la ley local?  | 12 ¿hay posibilidad de desdoblar el tipo de cambio?                     |
| 3 ¿cómo se restructura la deuda con el FMI?                                | 13 ¿qué pasará con la brecha? ¿la resolución de la deuda tiene impacto? |
| 4 ¿en qué nivel se estabiliza la "exit yield"?                             | 14 ¿hay espacio para más controles cambiarios?                          |
| 5 ¿qué pasará con el vencimiento del TJ20?                                 | 15 ¿qué tan pronunciada será la aceleración inflacionaria?              |
| 6 ¿se mantiene la normalización de bonos en ARS?                           | 16 ¿se ajustarán las tarifas este año? ¿y las naftas?                   |
| 7 ¿seguirán comprimiendo las tasas reales?                                 | 17 ¿cuánto influirá el calendario electoral 2021?                       |
| 8 ¿hasta cuándo durará la cuarentena? ¿cómo es la recuperación?            | 18 ¿habrá un cambio de conducción económica?                            |
| 9 ¿cuál será el déficit en 2020? ¿cuánto aumentará el déficit estructural? | 19 ¿habrá algún default provincial?                                     |
| 10 ¿cómo seguirá actuando el BCRA ante la emisión para financiar déficit?  | 20 ¿está descontado el deterioro macro en las acciones?                 |

### Deuda

#### 1) ¿Se sale del default en la deuda ley internacional?

Somos constructivos respecto de una solución favorable para ambas partes en torno a los USD 55 al 10% de *exit yield* (los acreedores propusieron USD 61 en su última contraoferta conjunta). Según trascendidos periodísticos, la oferta que presentaría Guzmán durante el fin de semana tendría un valor de USD 52 (USD 50 más un instrumento ligado a las exportaciones que agregaría USD 2), pero no descartamos que esté más cerca de USD 55, o que haya una cuarta oferta más adelante que se acerque a ese valor. Con paridades en torno a 40%, el mercado también asigna una mayor probabilidad a un desenlace positivo para el canje.



## La agenda del segundo semestre

---

### 2) ¿qué pasará con la ley local?

Luego del canje de bonos ley internacionales, deberá darse un tratamiento a la deuda ley local. La situación es mucho menos compleja desde el punto de vista legal (ausencia de cláusulas de acción colectiva y *cross default*) y desde el punto de vista del tamaño: se trata de solo USD 18 Bn entre bonos y Letes en manos de privados (vs. los USD 65 Bn de la deuda ley internacional).

Nuestro escenario base es un tratamiento marginalmente peor para la ley local, dado que el Gobierno podría buscar compensar el terreno cedido ante los acreedores internacionales. Podría existir en cierta medida una pesificación, como se hizo con las Letes (y en línea con las declaraciones de Guzmán en su última [entrevista al diario Perfil](#)), aunque no creemos que termine siendo relevante esta opción ya que podría conllevar un riesgo de aumento en la brecha.

### 3) ¿cómo se reestructura la deuda con el FMI? ¿qué formato toma el arreglo?

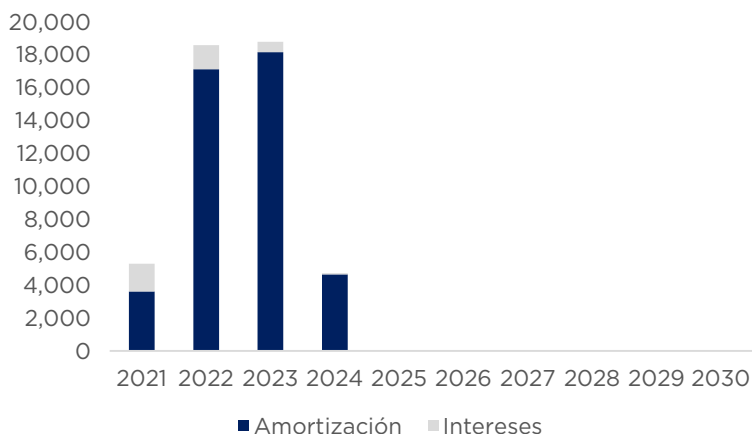
El perfil de vencimientos de capital con el FMI (USD 11 Bn en los próximos cuatro años) luce muy difícil de cumplir, aun luego de un arreglo exitoso para la deuda con acreedores privados. Por esta sencilla razón, creemos que se va a llegar a un nuevo acuerdo con el organismo.

La gran pregunta es qué formato toma el mismo: una solución de más largo plazo (un programa de [Extended Fund Facility](#)) permitiría reperfilar los vencimientos hasta 10 años, aunque el FMI demandaría “fuerte compromiso con reformas estructurales que permitan corregir debilidades económicas e institucionales”, lo cual -a priori- parecería poco digerible desde el punto de vista político para el Gobierno; una solución de más corto plazo (un nuevo *Stand-By*) no exigiría reformas pero sí un fuerte compromiso fiscal.

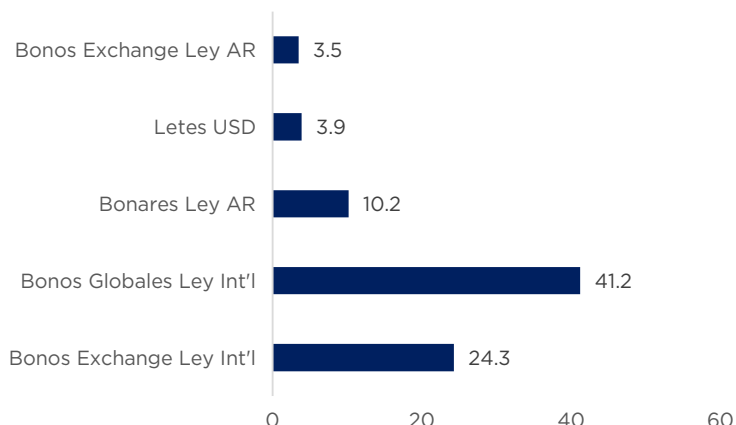
Creemos que la relación entre el Gobierno y el Fondo comenzará a tensarse gradualmente a medida que nos acercamos al primer vencimiento de capital en junio de 2021, poniéndole fin a la idea del “nuevo FMI” proclamada por el Gobierno durante el último tiempo.

## La agenda del segundo semestre

Perfil de Vencimientos con el FMI  
USD M



Deuda a canjear con acreedores privados  
USD Bn



#### 4) ¿en qué nivel se estabiliza la “exit yield”?

Tras el canje de deuda, los nuevos bonos comenzarán a operar en el mercado secundario y allí quedará definida finalmente la “exit yield” del canje. Nuestra visión es que el valor estará más cerca del 12% que del 10%, aunque también dependerá de otras variables que tratamos en el reporte (acuerdo con el FMI, programa macro general o, al menos, fiscal, y contexto internacional).

#### 5) ¿qué pasará con el vencimiento del TJ20?

El 22-jun el Gobierno enfrentará un vencimiento por ARS 118 Bn, lo cual podría agregar presión al tipo de cambio contado con liquidación si las negociaciones del canje todavía no terminaron. Dada la concentración de la tenencia en un fondo de inversión internacional, creemos que el Gobierno podría ofrecer un canje con algún nivel de quita bajo en términos de valor presente y pagar a los que decidan no entrar (siempre y cuando los principales tenedores entren).

Junto con el canje de deuda internacional, lo que suceda con el TJ20 será de gran importancia para el mercado de deuda en pesos, en un contexto en el cual el Gobierno necesita mantener el acceso por las abultadas necesidades financieras derivadas del déficit fiscal.

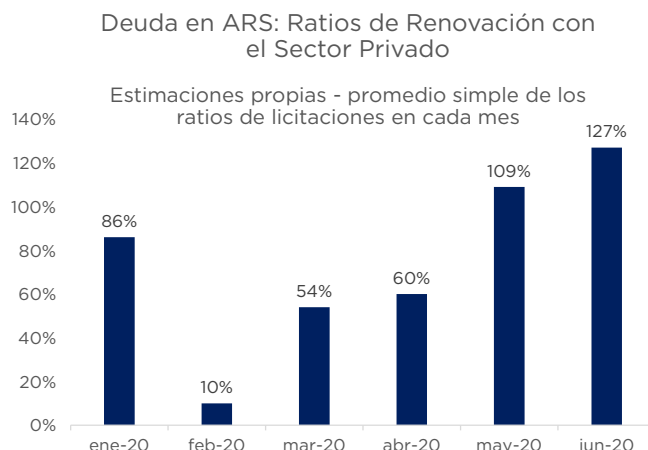
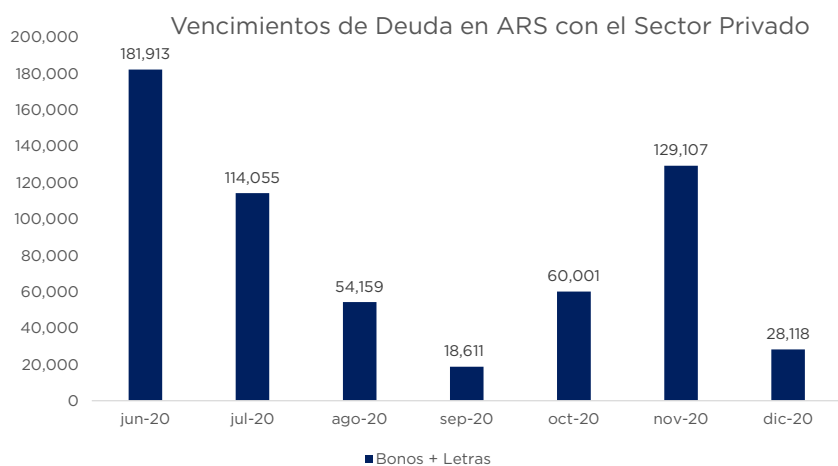
En junio también hay otros vencimientos en pesos con el sector privado por ARS 63 Bn. Hasta fin de año, los vencimientos suman ARS 585 Bn.

## La agenda del segundo semestre

6) ¿se mantiene la normalización lograda del mercado de bonos en pesos? ¿qué porcentaje de *roll-over* conseguirá el Gobierno?

Las paridades de bonos cortos en pesos pasaron del 60% a principios de abril a más del 90% actualmente, lo que refleja una normalización que mucho tiene que ver con la demanda cautiva tras el aumento de las regulaciones cambiarias sobre inversores institucionales. De todos modos, las amenazas a la normalización podrían venir por un fracaso en el canje de la ley internacional (no es nuestro escenario base) o por un deterioro macro que haga subir el riesgo de crédito de los instrumentos en pesos (fuerte aceleración de la inflación, por ejemplo).

Desde un punto de vista de estabilidad macro, es importante que la normalización no se vea amenazada porque, de esa manera, el Gobierno podrá maximizar el ratio de renovación de vencimientos de corto plazo (que ha estado subiendo en los últimos meses) y minimizar la monetización del déficit que amenaza la estabilidad macro. Conceptualmente, si el Gobierno mantiene un ratio de renovación del 100%, la emisión de pesos se limita al déficit primario, que estimamos en 6% del PBI; pero si la renovación tiende a cero, el BCRA deberá emitir cerca de 2% del PBI adicionales de manera tal de evitar un nuevo default en la deuda en pesos.



7) ¿las tasas reales de los bonos CER seguirán comprimiendo?

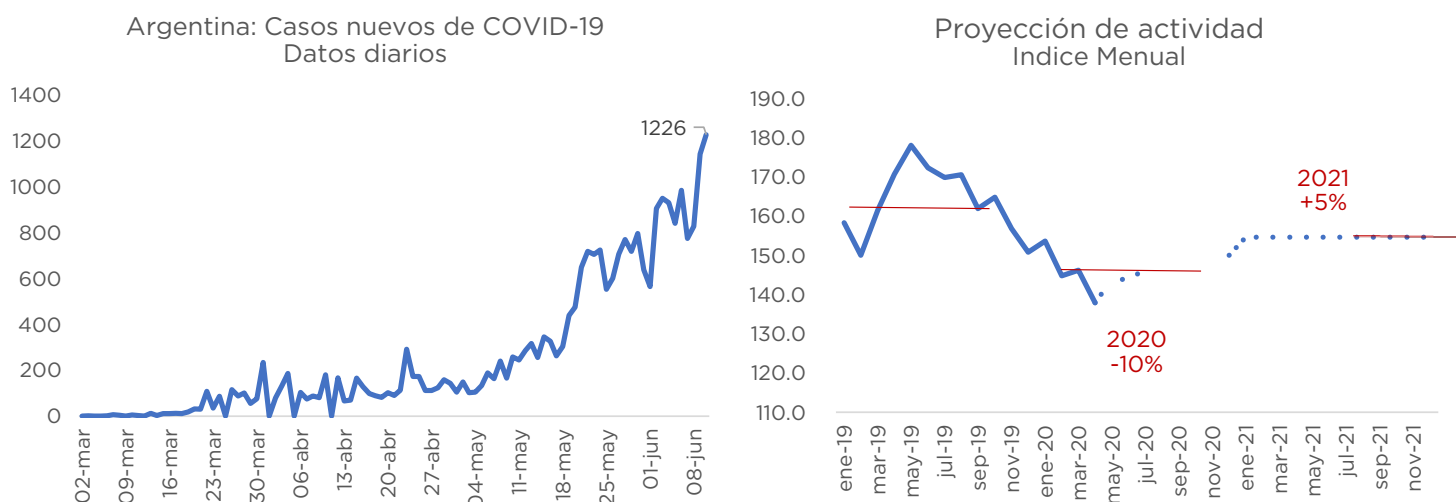
Si se mantiene el escenario de normalización, entendemos que las tasas de los bonos CER, que hoy se encuentran en niveles del 10% podrían seguir bajando hasta niveles del 7%, en línea con el contexto de Badlar real negativa y controles cambiarios cada vez más reforzados.

## La agenda del segundo semestre

### Actividad, fiscal y monetario

8) ¿hasta cuándo dura la cuarentena? En el corto plazo, ¿se seguirá flexibilizando o volvemos a la fase 1? ¿qué forma toma la recuperación?

La evolución de los contagios en el área metropolitana sugiere que la paulatina flexibilización de las actividades que había comenzado a percibirse (sobre todo en CABA) podría dar marcha atrás. De hecho, el Presidente esta semana hizo referencia a que [“deberíamos volver a la fase 1 de la cuarentena”](#). En línea con estas señales, nuestro escenario base contempla que las medidas de aislamiento en el AMBA se mantienen hasta agosto (con flexibilizaciones en el resto del país) y que la recuperación se da muy lentamente. Con esto, la economía caería 10% en 2020 y terminaría el año en un nivel de actividad todavía 3% inferior al de feb-20. Los riesgos son a la baja.



9) ¿cuál será el déficit de 2020? ¿qué tan transitorios son los gastos sociales que nacieron con la pandemia? ¿cuánto aumentará el gasto social?

La perspectiva negativa en torno a la actividad tiene un correlato en el déficit fiscal primario, que proyectamos en 6% del PBI, pero que podría ser mayor: el Gobierno podría mantener una porción del gasto social incluso luego de la flexibilización total de la cuarentena, puesto que la recuperación de la actividad (y el empleo) no serán instantáneas. Asimismo, pensando en 2021, estimamos que el déficit fiscal estructural aumentaría entre 2 y 3 puntos del PBI, lo cual demandará ajustes en otras partidas (licuación de gastos de funcionamiento y recortes de subsidios, con ajustes de tarifas, principalmente).



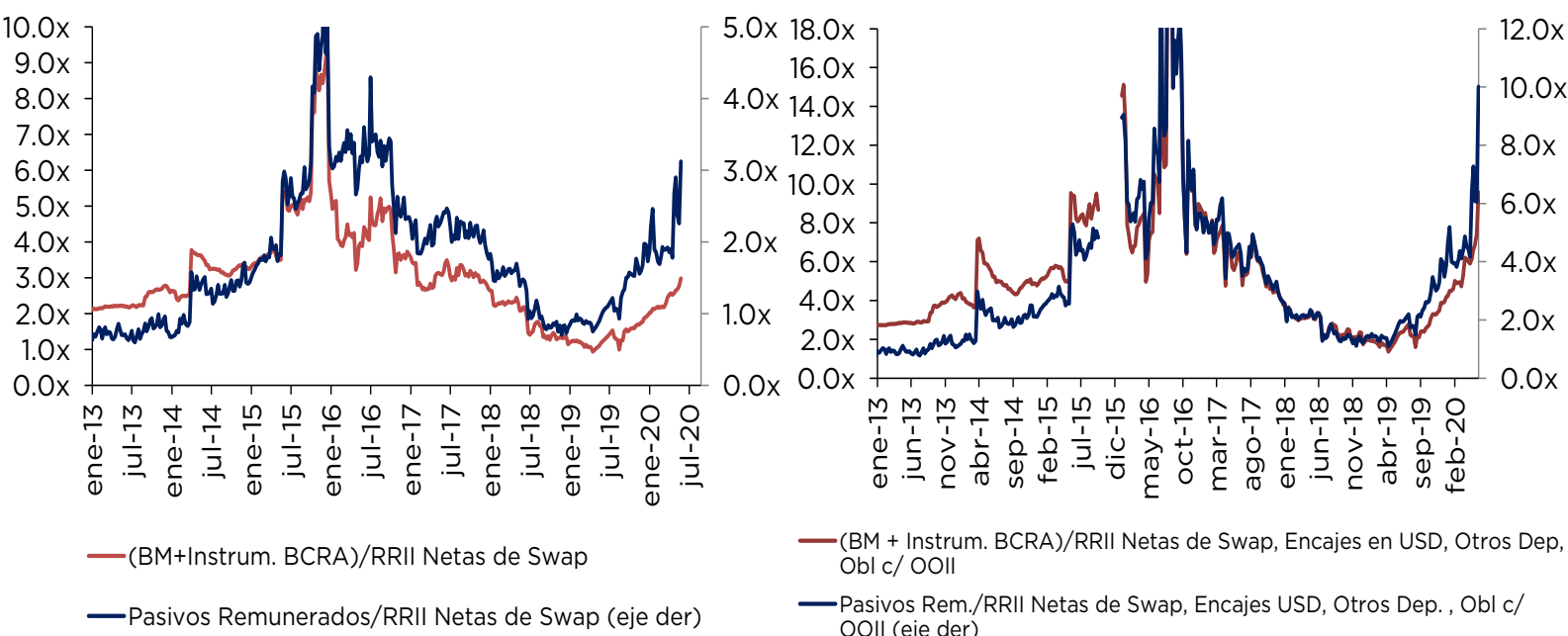
## La agenda del segundo semestre

10) ¿cómo va a seguir reaccionando el BCRA ante la emisión para financiar al fisco? ¿seguirá esterilizando? ¿puede hacerlo sin recurrir a un aumento en las tasas de interés?

En lo que va del año, prácticamente el 100% del déficit fiscal fue financiado con transferencias del BCRA (ARS 590 Bn a abril, último dato fiscal). Dado el panorama que proyectamos para la actividad, la situación no parecería cambiar rápidamente. Lo que sí cambió fue el accionar del BCRA: pasó de un desarme de Leliqs por ARS 430 Bn en marzo y la primera mitad de abril a una fuerte contracción por más de ARS 550 Bn desde entonces.

Las consecuencias de este cambio de política (sumado a imposición de tasas pasivas mínimas) han sido positivas en la evolución de la brecha cambiaria (donde también impactaron nuevas regulaciones) y seguramente hayan atenuado el impacto en precios que vendrá con rezago en el segundo semestre. La contracara es un aumento de aproximadamente 2,5% del PBI en el stock de Leliq.

Los ratios de solvencia del BCRA (pasivos/RRII netas) sugieren que el límite para seguir esterilizando los excesos monetarios está muy cerca. Además, es probable que continuar con esta estrategia *hawkish* implique tasas de interés más altas y no creemos que el Gobierno opte por esa opción.



## La agenda del segundo semestre

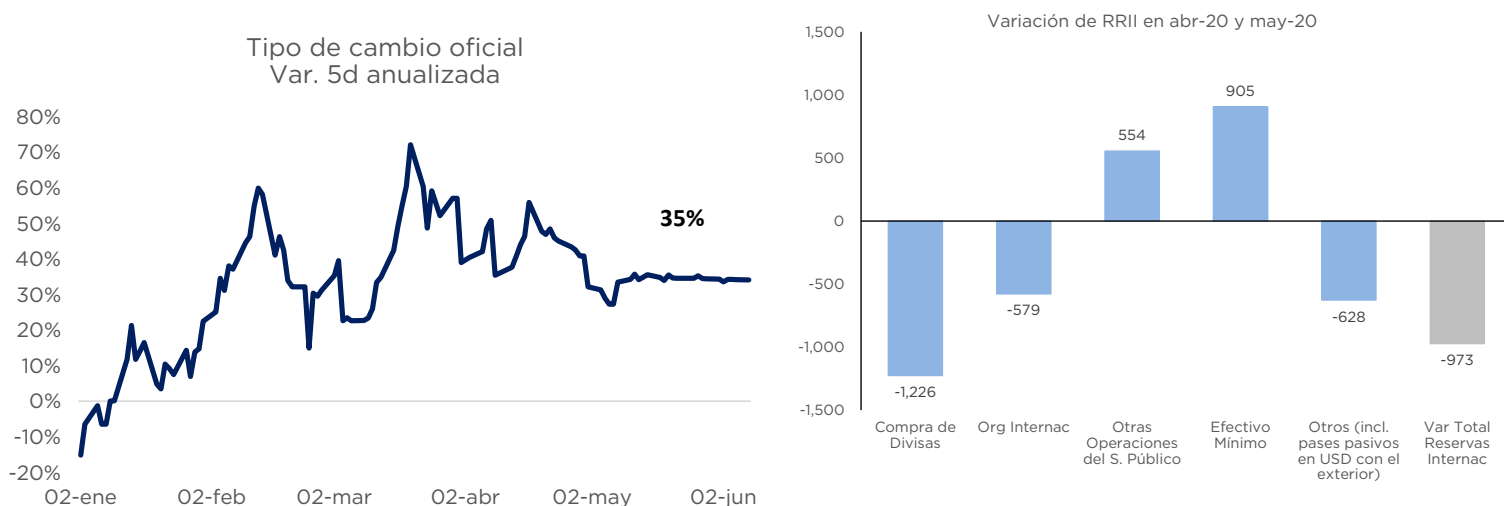
### Precios relativos

#### 11) ¿devaluación de una vez o aceleración del *crawling peg*?

Durante abril y mayo, meses estacionalmente favorables para el mercado cambiario, el BCRA tuvo que vender USD 1.500 M, mientras fijaba la devaluación en una “velocidad crucero” de 35% anual. Una batería de regulaciones cambiarias y una mayor incertidumbre (que paralizó importaciones) generaron una mejora en la dinámica de reservas en los últimos días, pero que creemos que será transitoria. Los segundos semestres, en general, suelen ser menos favorables para el balance cambiario porque no cuentan con la estacionalidad favorable de las liquidaciones del agro. Por eso, creemos que tras el canje de deuda, el Gobierno ajustará el nivel de tipo de cambio oficial. La gran pregunta es si lo hará de una vez o si acelerará el ritmo de devaluación. El segundo semestre tendrá la respuesta.

#### 12) ¿hay posibilidad de desdoblarse el tipo de cambio con un tipo de cambio financiero y otro comercial?

El mercado cambiario ya está desdoblado de facto vía mecanismos de retenciones a las exportaciones, sin embargo la cuenta financiera del balance cambiario, o bien sigue ligada al tipo de cambio oficial (deudas financieras) o bien están reguladas por cantidades (formación de activos externos). Una posibilidad que venimos resaltando hace tiempo es la de “sincerar” la cuenta financiera y crear un tipo de cambio financiero que sea libre y que aliente el ingreso de divisas. Las declaraciones del ministro Guzmán en [la última entrevista a Perfil](#) sugieren que no se está pensando en un mecanismo por el estilo.





## La agenda del segundo semestre

---

13) ¿qué pasará con la brecha? ¿la resolución de la deuda tiene un impacto?

La brecha se redujo de máximos de 85% a mediados de mayo a 65% actualmente, donde distinguimos dos razones: (i) mayores controles cambiarios; (ii) un cambio en la estrategia del BCRA, que comenzó a reducir el crecimiento de la base monetaria vía absorción con Leliqs y pases. Teniendo en cuenta que el impacto de los controles cambiarios en la brecha, a mediano plazo, son al alza; y que el Banco Central no podrá seguir esterilizando al mismo ritmo, no vemos demasiadas razones para un descenso abrupto (por debajo del 45%) de la brecha. La resolución de la deuda, por un lado, y la devaluación del oficial, por otro, podrían llevarla algo más abajo hacia fin de año, pero no mucho.

14) ¿hay espacio para más controles cambiarios?

El espacio es cada vez más reducido, pero siempre hay algo más para ajustar. De hecho, al momento de escribir estas líneas, el BCRA redujo el monto mínimo por el cual los importadores pueden acceder al MULC para pagos anticipados de importaciones.

15) ¿qué tan pronunciada será la aceleración inflacionaria? ¿cuáles son los factores que la explicarán?

El consenso del REM descuenta una aceleración hasta niveles mensuales máximos de 4,0% en octubre. Para nosotros, la aceleración inflacionaria sería mayor, llegando a niveles de, 5,5% de manera tal de aproximarse a un número cercano al 50% para 2020. Las razones son las siguientes: (i) una mayor velocidad de circulación del dinero a medida que se flexibiliza la cuarentena; (ii) una monetización del déficit que continúa a todo vapor; (iii) un *crawling peg* más acelerado o una devaluación de una vez del tipo de cambio.

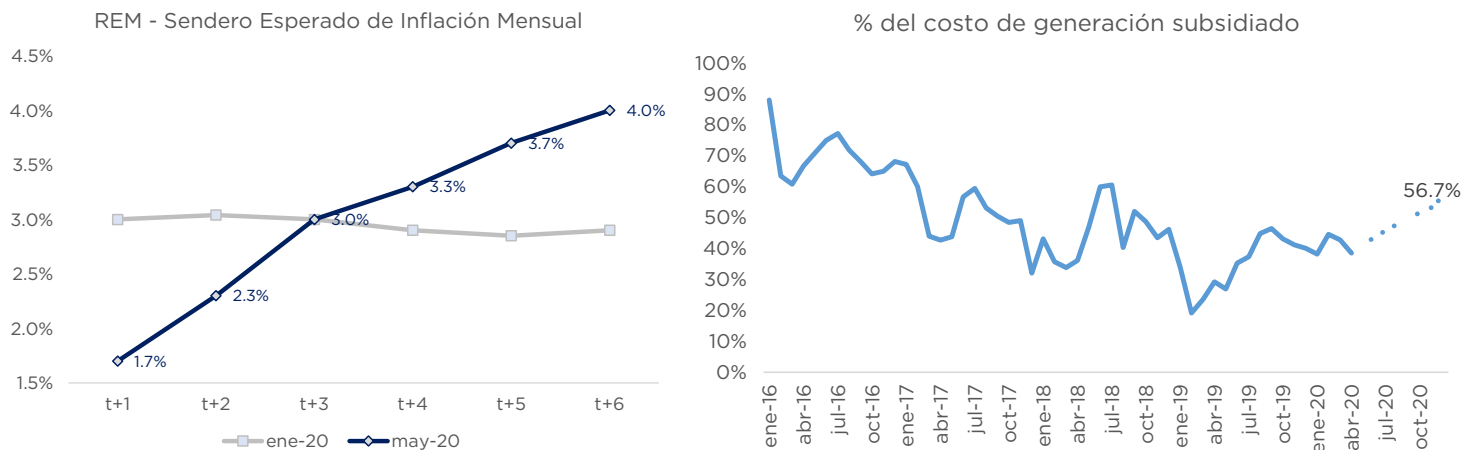
16) ¿se ajustarán las tarifas este año? ¿y la nafta?

De mantenerse el congelamiento tarifario, proyectamos que el porcentaje del costo de generación que se estaría subsidiando a fin de año será del 56%, un nivel comparable al de feb-17 y todavía mucho menor que en cualquier momento del 2016. La situación, desde ese punto de vista, no luce alarmante. De todos modos, el costo fiscal en un momento donde los gastos sociales están creciendo demasiado puede llegar a pesar en la decisión de ajustar las tarifas. En nuestro escenario base, no hay ajustes tarifarios hasta fin de año, pero el segundo semestre tendrá la respuesta.

---

## La agenda del segundo semestre

En el caso de los combustibles, se introducen dos elementos adicionales: el nivel de empleo en el sector y los potenciales efectos perjudiciales en el balance cambiario si se retoma a un déficit energético estructural.



### Política

17) ¿cuánto influirá en las medidas del Gobierno el calendario electoral de 2021?

Como todo año impar, el año que viene hay nuevamente elecciones y el Gobierno seguramente ya está pensando en clave electoral. Teniendo en cuenta los desequilibrios macro que existen, a nuestro entender, el Gobierno se encuentra ante el siguiente dilema: (i) hacer todos los ajustes necesarios post canje de deuda (lo cual podría acompañar con una flexibilización de la cuarentena); (ii) hacer el intento de llegar a octubre del año que viene sin hacer mayores cambios, lo cual implica un riesgo de crisis a pocos meses de la elección.

18) ¿habrá un cambio en la conducción económica?

Teniendo en cuenta que el ministro Guzmán habrá cumplido (para bien o mal) con su mandato de la restructuración, y teniendo en cuenta que la opción electoralmente menos riesgosa es hacer los ajustes cuanto antes, podríamos pensar en un escenario de recambio en la conducción económica. La semana pasada, el [presidente se reunió con el ex ministro Roberto Lavagna](#) y hubo muchas especulaciones al respecto.

## La agenda del segundo semestre

---

### Provincias y compañías

#### 19) ¿habrá algún default provincial?

La situación fiscal de las provincias se deterioró rápidamente con la profundización de la crisis económica. En este contexto, al menos 8 gobiernos provinciales han manifestado estar trabajando en alternativas diferentes para alcanzar algún tipo de alivio en la carga de la deuda: Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Mendoza, Neuquén, Chubut, Salta y La Rioja. La provincia de Mendoza emitió una oferta la semana pasada que siguió los lineamientos de Nación, aun cuando el endeudamiento y el perfil de vencimientos de la provincia parece ser bastante mejor. El único comité de acreedores la rechazó.

Si bien esperamos que las provincias más importantes en términos económicos Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe acaben reestructurando exitosamente su deuda (de hecho, creemos que Santa Fe podría no reestructurar), no descartamos que pueda haber un caso puntual donde alguna provincia se mantenga en default por algún tiempo.

#### 20) ¿el deterioro macro post pandemia está descontado en los precios de las acciones?

En nuestro [informe semanal anterior](#) hicimos un análisis de esta clase de activos y una de las conclusiones que sacamos es que, pasado el acuerdo de la deuda, habrá muy pocos *drivers* positivos desde el punto de vista de los fundamentos que tracciones una suba en las acciones.

**ATENCIÓN INDIVIDUOS**

Alejandro Gorostiaga  
agorostiaga@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2260

**PARTNERS COMERCIALES**

María Eugenia Campoy  
mecampoy@consultatioinvestments.com  
(54 11) 2206-2245

**ATENCIÓN MINORISTA**

Juan Pablo Petre  
jpetre@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini  
abattaglini@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2281

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2255

**INSTITUCIONALES**

Martín Deluca  
mdeluca@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2296

**ESTRATEGIA**

José Echagüe  
jechague@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2247

## Nota de responsabilidad

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 Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

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.

