

De lo urgente a lo necesario: Repasando la agenda del segundo semestre

Resumen y conclusiones

- **Los progresos de esta semana en torno a la deuda dejan al Gobierno muy cerca de dar vuelta esta página.** Se trata de una muy buena noticia que implica un avance importante en la “agenda del segundo semestre”, tal como la definimos en nuestro informe del 12 de junio pasado. Aprovechamos esta oportunidad para revisar el estado de situación de dicha agenda.
- **Si el primer semestre fue el de la deuda, el segundo debe ser el de la macro.** El Gobierno solucionó lo urgente, pero ahora tiene que ir por lo indispensable: la estabilización de las principales variables de la economía. Tal como venimos sosteniendo, la salida del default es tan solo la punta del iceberg de una larga lista de decisiones importantes que se deberán ir tomando.
- **La confirmación de Guzmán al frente de Economía sosteniendo la bandera del “no plan” es un factor de acercamiento al acuerdo con el FMI:** el gobierno entra a la negociación sin una base firme sobre la cual se pueda disentir. Pero las alarmas en la macro ya se están encendiendo y dejan en claro la necesidad de un nuevo ancla.
- **Por eso, la rapidez con la que el Gobierno se mueva para acordar un nuevo programa con el FMI será tan importante como la forma que tome el mismo.** El sendero de inflación, tipo de cambio y tasas dependerá de ello en el corto plazo.
- **Nuestro escenario base de aceleración de la inflación y devaluación en los próximos meses no cambió.** Un arreglo de deuda siempre fue un supuesto básico de nuestras proyecciones y el único efecto de su confirmación es evitar un escenario aun peor. Asumimos que el acuerdo con el FMI no será instantáneo y, por lo tanto, el relajamiento monetario, la dominancia fiscal y el desanclaje de expectativas primarán en el corto plazo.

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

De lo urgente a lo indispensable

Los progresos de esta semana en torno a la deuda dejan al Gobierno muy cerca de dar vuelta esta página. Se trata de una muy buena noticia que implica un avance importante en la “agenda del segundo semestre”, tal como la definimos en nuestro informe del 12 de junio pasado.

La siguiente tabla es un resumen de las mismas veinte preguntas que nos hacíamos en junio para marcar dicha agenda. Ahora, las dividimos entre las que ya encontraron una respuesta y las que aun restan responder.

De lo urgente a lo necesario: repasando la agenda del segundo semestre

Preguntas que ya se respondieron	Respuesta
 1 ¿se sale del default internacional?	Sí, se llegó a un acuerdo con adhesión estimada > 80% (VPN de USD 55)
2 ¿qué pasa con la ley local?	Se dará trato igualitario respecto a Ley Int'l (ya hay aprobación del Congreso).
3 ¿habrá un recambio en la conducción económica?	Guzmán quedó implícitamente ratificado como Ministro.
 4 ¿qué pasará con el vencimiento del TJ20?	Logró renovarse con una combinación de letras y bonos en pesos.
5 ¿seguirá normalizándose la curva de pesos?	La normalización siguió su curso. Deuda externa en ARS se “limpiará” con dolarización.
6 ¿seguirán comprimiendo las tasas reales?	Bonos CER cortos ya operan con tasa negativa. Hay espacio para que siga la compresión.
Preguntas aún sin responder	Nuestra hipótesis
 7 ¿cómo se restructurará la deuda con el FMI?	SBA o EFF. No creemos que sea instantáneo. Habrá trade-off entre metas macro y reformas
8 ¿en qué nivel se estabilizará la exit yield?	Fundamentos, adhesión e historia apuntan a 10% o menos. Estructura de bonos complica.
 9 ¿cómo será la recuperación de la actividad?	Los datos de nuevos contagios siguen al rojo vivo. Recuperación será muy gradual.
 10 ¿cómo seguirá el BCRA ante la dominancia fiscal?	Relajamiento reciente sugiere reticencia a suba en tasa Leliq. Suba de Badlar tiene límites.
11 ¿se llega al límite de financiamiento monetario?	Hay chances de que eso suceda. Depende de déficit fiscal total y fuentes de financiamiento.
12 ¿qué pasaría en ese caso?	Reforma de Carta Orgánica sería mala noticia, bonos a bancos son una posibilidad.
13 ¿salto del tipo de cambio o aceleración del crawling-peg?	Concierto de alarmas cambiarias sugiere un ajuste en el segundo semestre.
 14 ¿hay posibilidad de desdoblar el tipo de cambio?	Solucionada la deuda, puede ser buena opción para fomentar ingreso de capitales.
15 ¿qué pasará con la brecha?	Endurecimiento del cepo y relajamiento monetario matan efecto positivo por la deuda.
16 ¿hay espacios para más controles cambiarios?	Siempre, especialmente a capitales. Controlar importaciones tiene costo de actividad.
 17 ¿qué tan pronunciada será la aceleración inflacionaria?	Impacto cambiario, monetario, expectativas y ciertos regulados hará que sea pronunciada.
18 ¿se ajustarán los precios regulados antes de fin de año?	Tipo de cambio seguramente, combustibles quizás y tarifas probablemente no.
 19 ¿cómo impactan las elecciones de 2021 en la macro?	Deberían acelerar los tiempos de cualquier programa macro. No está claro que suceda.
20 ¿cómo queda la situación de las provincias?	Es su turno para restructurar la deuda. Algunas seguirán el modelo de Nación y otras no.

A continuación desarrollamos muy brevemente, y de manera netamente conceptual, cada una de las preguntas que todavía no han sido respondidas y que, seguramente, lo harán antes de fin de año.

Pregunta 7: ¿cómo se restructurará la deuda con el FMI?

Desde el punto de vista financiero, se descuenta un gran alivio en el perfil de vencimientos, que ya de por sí se encuentra muy concentrado en 2022 y 2023 (USD 18.600 y 18.800 M, respectivamente).

De lo urgente a lo indispensable

La mayor fuente de incertidumbre viene por el lado del tipo de acuerdo y la rapidez con la cual se logre el entendimiento entre las partes en torno a las características del mismo. La cuestión del timing no resulta menor dados los desequilibrios macro, que se están empezando a manifestar con mayor agudeza. Cualquier retraso en el acuerdo podría ser costoso en términos de aceleración de la inflación y devaluación del tipo de cambio.

La confirmación de Guzmán al frente de Economía sosteniendo la bandera del “no plan” es un factor de acercamiento al acuerdo con el FMI: el gobierno entra a la negociación sin una base firme sobre la cual se pueda disentir. Discursivamente, además, la relación parece ser muy buena, aunque también es cierto que todavía no tuvieron que discutir nada vinculante. La experiencia del kirchnerismo con los programas del FMI no es un buen augurio: el acuerdo Stand-By firmado por Kirchner en septiembre de 2003 comenzó a crujir tan pronto como en mayo de 2004, con su primera revisión, y siguió a los golpes hasta que en septiembre de ese año se suspendió todo tipo de relación con el organismo. Si bien es cierto que hoy, el contexto internacional, la situación macro del país y las autoridades del Fondo son tan distintas como el propio kirchnerismo a sí mismo, no creemos que el acuerdo del nuevo programa sea algo que vaya a llegar con inmediatez.

Respecto del tipo de acuerdo, podría ser un Stand-By o un EFF. Cualquiera de ellos podría tener acceso excepcional, lo que podría llevar a la posibilidad de recibir fondos frescos, aunque esto vendría de la mano de mayores condicionalidades. Sea cual sea el tipo de programa, esperamos que el FMI ponga sobre la mesa sus criterios típicos (metas fiscales, monetarias, de acumulación de reservas, etc), aunque también creemos que podría haber cierta flexibilidad en los mismos a cambio de un mayor compromiso del país por establecer reformas más estructurales. Este segundo caso encuadraría mucho más en un programa de facilidades extendidas (EFF), que a su vez tiene implícitos plazos de devolución del préstamo mucho más convenientes que un Stand-by (entre 4,5 y 10 años vs. entre 3,2 y 5 años, respectivamente).

Pregunta 8: ¿en qué nivel se estabilizará la *exit yield*?

Los fundamentos macro y la aceptación plena del canje indican que un *exit yield* de 10% es razonable y que incluso puede estar algo más abajo.

De lo urgente a lo indispensable

El perfil de vencimientos, el nivel de deuda y la cuenta corriente de Argentina no tienen nada que envidiarle a países con spreads mucho menores a los 900 pbs implícitos en la *exit yield* de 10%, como por ejemplo Egipto y Pakistán. Aunque la diferencia parecería ser que estos países tienen un compromiso mucho mayor en llevar a cabo reformas estructurales.

Además, los casos más recientes de reestructuraciones comparables resultan esperanzadores respecto de la compresión de rendimientos post canje (Uruguay, Grecia y Ucrania). Estos mismos casos, sin embargo, también muestran que inmediatamente después del canje, los nuevos bonos suelen experimentar un *selloff* (venta) que hace “saltar” los rendimientos a niveles por encima de los “naturales”.

Un punto negativo es la estructura de los bonos: con cupones promedio muy bajos y *current yield* (primer cupón como porcentaje del precio) también muy bajos, se vuelven una rareza dentro del mundo emergente. Por ejemplo, dentro del EMBI o el CEMBI (índices de bonos soberanos y corporativos emergentes) hay menos de un 5% de bonos con características similares.

Pregunta 9: ¿cómo será la recuperación de la actividad?

Los datos recientes de actividad para junio permiten ser un poco más optimistas que lo que esperábamos inicialmente. De todos modos, la evolución de los casos (a todo vapor) sugiere que, **aunque no haya vuelta atrás, todavía estamos muy lejos de la normalidad plena y eso jugará en contra a la actividad y, por ende, el plano fiscal y monetario.**

Pregunta 10: ¿cómo seguirá el BCRA ante la dominancia fiscal?

En lo que va de la administración Fernández, destacamos tres etapas de la política monetaria: razonabilidad inicial, desmadre monetario y arrepentimiento parcial. **En el último mes, hubo un relajamiento bastante significativo que nos remite a la etapa de desmadre monetario.** Si bien es cierto que algo puede justificarse por una mayor demanda transaccional de dinero, el relajamiento es excesivo y, para nosotros, sugiere una reticencia a convalidar una suba de tasas de Leliq (clavada en 38% anual hace tiempo).

De lo urgente a lo indispensable

La suba reciente de la Badlar fue una medida en el margen y entendemos que ya no hay mucho más espacio para seguirla subiendo sin otorgar una suba de la Leliq. **Mantenemos nuestra visión de que vamos a un período de tasas reales muy negativas.**

Pregunta 11: ¿se llegará al límite de financiamiento monetario?

Sumando utilidades y adelantos transitorios, estimamos que el BCRA solo puede transferir ARS 2,3 Tn (millón de millones) al Tesoro en todo el 2020. En lo que va del año ya lleva transferidos ARS 1,5 Tn., más del 60% del total. Teniendo en cuenta que la segunda mitad del año (y, en especial, el último trimestre) siempre suelen ser más deficitarios (déficit primario terminaría en 7% del PBI mínimo), **creemos que es posible que el Gobierno se tope con el límite máximo de financiamiento monetario establecido por ley.**

Pregunta 12: ¿qué pasaría en ese caso?

Más allá de que el mercado de pesos se fue normalizando, entendemos que el perfil de vencimientos de corto plazo va a ser un limitante a la hora de que el Tesoro financie con deuda en pesos con el mercado una gran parte del déficit. Habiendo resuelto el default de la deuda en dólares bajo legislación local (y con condiciones bastante buenas), emitir algún bono en dólares puede ser una opción. Otra opción sería colocarle deuda (bonos) a los bancos, aprovechando la baja exposición al sector público del sistema, algo que en su momento se mencionó, pero que quedó en la nada. **La opción más radical sería la de la reforma de la Carta Orgánica, lo cual tendría un impacto muy negativo sobre las expectativas y, muy probablemente, sea un punto de discusión con el FMI.**

Pregunta 13: ¿salto del tipo de cambio o aceleración del *crawling-peg*?

La dinámica de las reservas del BCRA es un síntoma de los desequilibrios macro: después de un junio "bueno" por endurecimiento de controles cambiarios, la autoridad monetaria volvió a ser vendedora en el mercado (había vendido al sector privado USD 550 y 680 M en abril y mayo, luego compró USD 680 M en junio y volvió a vender USD 500 M en julio).

De lo urgente a lo indispensable

Hay señales que indican que la brecha está jugando negativamente en el balance cambiario: diferencias entre balanza comercial base caja y base devengado, cada vez menos capacidad del BCRA para comprar el ingreso de dólares por el comercio (incluso en febrero, abril y mayo vendió RRII con superávit comercial cambiario). En la cuenta financiera, a pesar del cepo endurecido, también hay drenaje de divisas: en junio hubo récord de personas comprando dólar billete (3,3 millones), y las estimaciones en base a la recaudación del impuesto PAIS apuntan a que la compra de dólares para atesoramiento está en poco menos de USD 1.000 M (y en agosto colapsó *homebanking*). Hacia adelante, la estacionalidad del agro y la apertura de Ezeiza empeorarán las cosas. **Por eso creemos que el ajuste en el tipo de cambio tendrá que hacerse de una u otra manera. Nos inclinamos por la posibilidad de una aceleración del *crawling-peg*, por los riesgos que tendría un salto discreto desde estos niveles.** La posición de futuros del BCRA no representa un escollo importante.

Pregunta 14: ¿hay posibilidad de desdoblar el tipo de cambio?

Uno de los principales riesgos de desdoblar el tipo de cambio era la presión financiera que ejercería la oficialización de un tipo de cambio oficial más alto para las obligaciones de las compañías y provincias. Ese riesgo es ahora mucho menor, puesto que eventualmente el acceso al mercado para refinanciar deuda es más factible. Los efectos positivos también pueden verse con mayor claridad: ahora un desdoblamiento fomentaría el ingreso de capitales. El desdoblamiento también ayudaría a bajar la brecha, que hoy por hoy pone mucha presión (como vimos arriba) a la generación "genuina" de dólares vía la cuenta corriente. Dicho esto, no percibimos que sea una herramienta que el Gobierno este analizando.

Pregunta 15: ¿qué pasará con la brecha?

Una idea que venimos sosteniendo hace un tiempo (y se viene confirmando) es que la brecha está mucho más determinada por los factores monetarios, que por otras razones. El poco impacto del acuerdo de la deuda en la brecha es una evidencia de este punto. **En tanto la política monetaria mantenga el sesgo hacia el relajamiento que mostró el último mes, esperamos que la brecha se mantenga elevada en estos niveles, o incluso superiores.**

De lo urgente a lo indispensable

Pregunta 16: ¿hay espacio para más controles cambiarios?

Si no se dan las señales correctas que venimos marcando (acuerdo rápido con el FMI y/o programa macro propio, ajuste del tipo de cambio, corrección de la política monetaria), creemos que no pasará demasiado tiempo hasta que deban endurecerse nuevamente los controles cambiarios (parking extendido, control a las importaciones, control a turismo emisor).

Pregunta 17: ¿qué tan pronunciada será la aceleración inflacionaria?

El número de junio dejó en claro que la inflación no solo subió un escalón sino que, como dijimos hace algunas semanas, para nosotros se trata de un anticipo. En línea con esta idea, las estimaciones privadas de alta frecuencia indican que el crecimiento de los precios se recalentó en la segunda mitad de julio. La medición de IPC Online muestra que la aceleración respecto de junio es de +0,5 pp. Detrás de esto, hay un componente monetario importante (que se profundizó el último mes) y también otro de expectativas (que puede atacar el Gobierno vía un acuerdo rápido con el FMI). A nuestro entender, el ajuste del tipo de cambio también estará presente y eso hará que la inflación, más allá de otros esfuerzos, se acelere.

Pregunta 18: ¿se ajustarán los precios regulados antes de fin de año?

De confirmarse lo anterior, estaríamos en presencia de una aceleración de la inflación con precios regulados que siguen (hace mucho tiempo) muy pisados. Esto, tarde o temprano, traerá problemas. **Nuestra opinión es que los precios de las tarifas, aun con un costo fiscal importante, se mantendrán congeladas hasta fin de año. Sin embargo, vemos tensiones cada vez mayores en los combustibles:** las provincias reclaman que la industria petrolera no respeta el "barril criollo", pero las refinadoras argumentan que no tienen otra opción dada una rentabilidad comprometida. Las declaraciones de Fernández respecto de la situación de YPF esta semana avalan la idea de algún aumento en naftas antes de fin de año.

De lo urgente a lo indispensable

Pregunta 19: ¿cómo impactan las elecciones de 2019 en la macro?

El calendario electoral comienza a entrar en la agenda, lo cual se vuelve mucho más relevante en un momento en el cual es necesario estabilizar variables macro. En nuestro informe semanal de hace dos semanas, donde analizábamos el timing de los ajustes macro, decíamos que **la dimensión política es un punto importante, ya que parecería razonable para el Gobierno precipitarse a los ajustes macro, de manera tal de llegar mejor a agosto del año que viene. La respuesta la tendremos pronto.**

Pregunta 20: ¿cómo queda la situación de las provincias?

Con el canje soberano cerrado, ahora es el turno de las provincias. Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Mendoza, Chubut, Entre Ríos y Salta son los ejemplos más sobresalientes. No todas son lo mismo: Buenos Aires y las provincias más chicas probablemente sigan un modelo más parecido a Nación, mientras que la oferta de Mendoza fue mucho más favorable. Córdoba (y Santa Fe, si es que reestructura) seguramente siga el mismo camino.

Reflexiones finales

Si el primer semestre fue el de la deuda, el segundo debe ser el de la macro. El Gobierno solucionó lo urgente, pero ahora tiene que ir por lo indispensable. La confirmación de Guzmán al frente de Economía sosteniendo la bandera del “no plan” es un factor de acercamiento al acuerdo con el FMI, pero dado que las alarmas macro ya se están encendiendo, la rapidez con que se mueva **será tan importante como la forma que tome el programa.** El sendero de inflación, tipo de cambio y tasas dependerá de ello.

Nuestro escenario base de aceleración de la inflación y devaluación en los próximos meses no cambió. Un arreglo de deuda siempre fue un supuesto básico de nuestras proyecciones y el único efecto de su confirmación es evitar un escenario peor. Asumimos que el acuerdo con el FMI no será instantáneo y, por lo tanto, el relajamiento monetario, la dominancia fiscal y el desanclaje de expectativas primarán en el corto plazo.

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.