

Charla sobre Coyuntura y Perspectivas del Mercado Local

10.02.2021

juan@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar

El Acuerdo o “Entendimiento” con el FMI

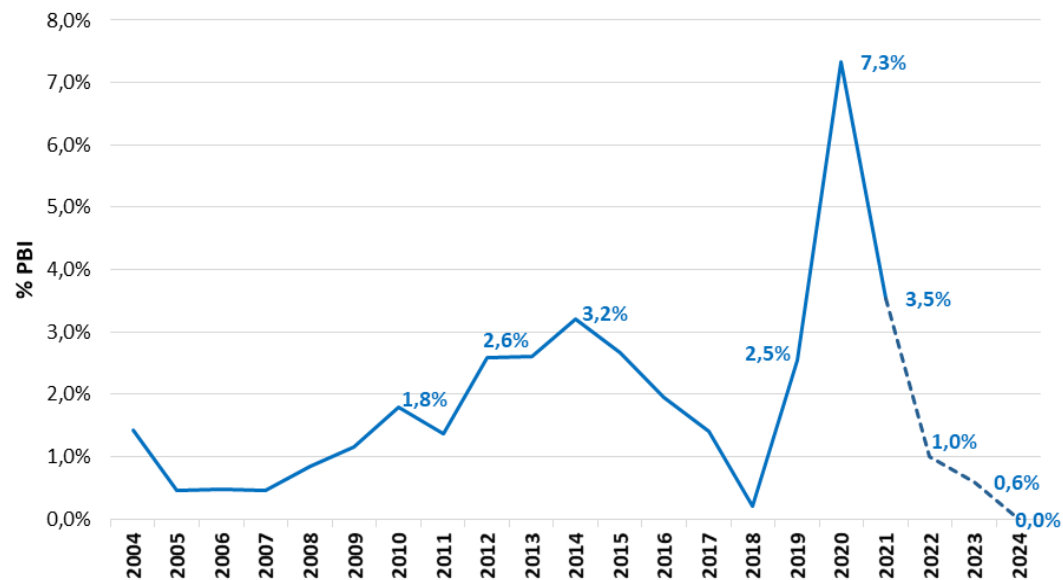
Los números y las señales.

Una gran señal opacada por la renuncia de Máximo Kirchner. Muchos matices en los números del acuerdo, pero esto no le resta peso a la gran señal.

% del PBI	Dato		Acuerdo FMI		
	2020	2021	2022	2023	2024
Déficit Fisc. Prim.	6,4%	3,0%	2,5%	1,9%	0,9%
Financiamiento BCRA	7,3%	3,7%	1,0%	0,6%	0,0%

Financiamiento para 2022	Concepto	% del PBI
Necesidades	Déficit F. Prim.	2,5%
	Intereses Mon Ext	0,5%
	Necesidades Totales de Finana.	3,0%
Fuentes	BCRA (Adelantos Transitorios)	1,0%
	Organismos Int. ex FMI	0,9%
	Otros (Mercado Local)	1,1%

Monetización del Déficit Fiscal

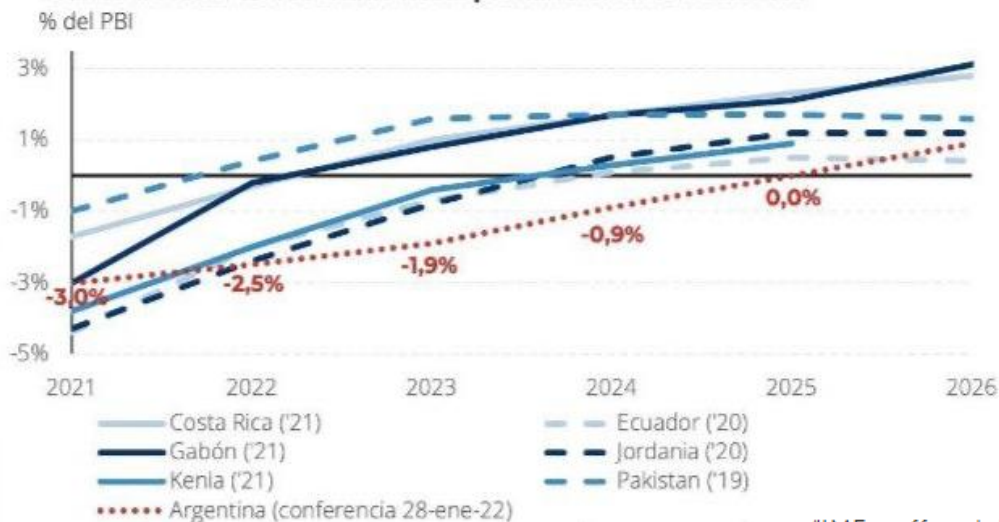


Fuente: Elaboración propia en base a datos Mecon, BCRA y FMI.

Los términos del entendimiento.

En materia fiscal el acuerdo es exigente pero en principio la negociación de Argentina habría logrado una convergencia fiscal gradual para los parámetros del Fondo. Parece que el Organismo prefiere “acuerdo light” a “no acuerdo”.

Gráfico 1. Metas de resultado fiscal primario en EFFs recientes



“IMF staff and the Argentine authorities have agreed on the **fiscal consolidation path that will form a key policy anchor of the program.** The agreed fiscal path would gradually and sustainably **improve public finances and reduce monetary financing.** Importantly, it would also allow for spending increases on infrastructure and science and technology, and would protect targeted social programs. We agreed that a strategy to **reduce energy subsidies in a progressive manner** will be essential for improving the composition of government spending.

“We have reached understandings on a framework for monetary policy implementation as part of a multipronged approach to addressing persistent high inflation. This framework aims to **deliver positive real interest rates** to support domestic financing and strengthen stability.

“We have also **agreed that additional financial support from Argentina’s international partners would help bolster the country’s external resilience,** and its efforts to secure more inclusive and sustainable growth.

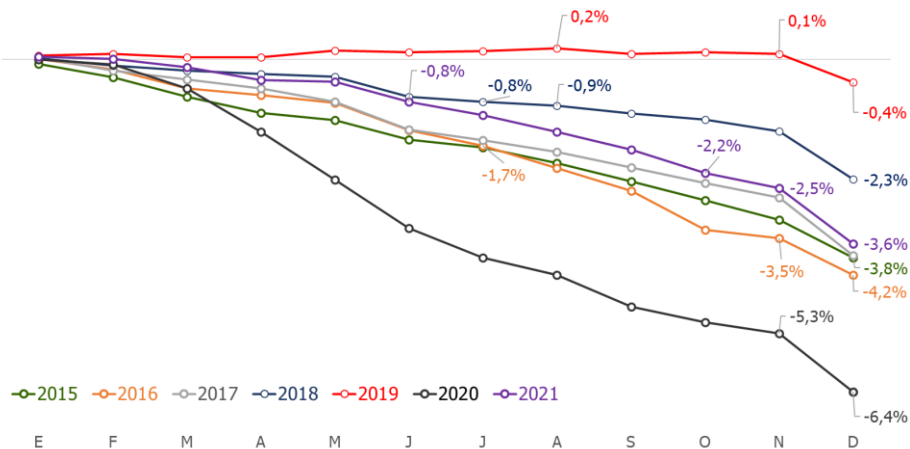
El Congreso. Dentro del oficialismo habría dos posiciones. ¿Cual será la postura de la oposición? ¿Cual será la postura del FMI? ¿Cuál será la postura del Presidente? La renuncia abrió un complejo juego de posiciones.

Composición Actual del Congreso Nacional				
Interbloques / Bloques	Diputados		Senadores	
Total	257	100%	72	100%
Frente de Todos	118	46%	35	49%
Juntos por el Cambio	116	45%	33	46%
Otros	23	9%	4	6%
Interbloque federal (Lvgn, Rnad, Cmño, Schiar)	8	3%		
Provincias Unidas (R.N. Mis. y Neu.)	5	2%		
Interbloque Ferente de Izquierda	4	2%		
Bloque Libertad (Espert + Milei)	4	2%		
Bloque Somos Energía para Renovar (Sta Cruz)	2	1%		
Alianzas diputados	Quorum 1/2 + 1		Quorum 1/2 + 1	
FdT + Prov. Unidas + SER + FIT	129	50%	35	49%
JxC + Libertad	120	47%	33	46%
Interbloque federal (Lvgn, Rnad, Cmño, Schiar)	8	3%	4	6%

Sendero Fiscal. Mejora fiscal exigente y deseable en el entendimiento. Difícil de lograr mirando el ajuste previsional y los subsidios.

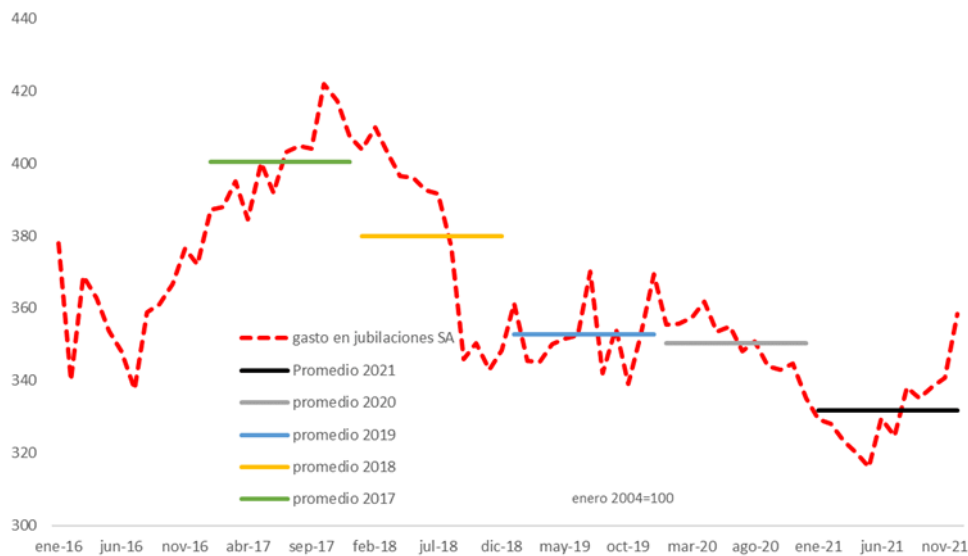
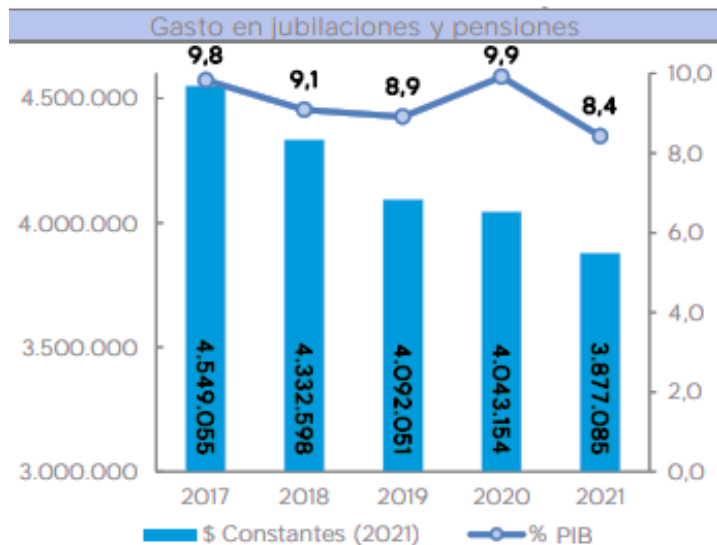
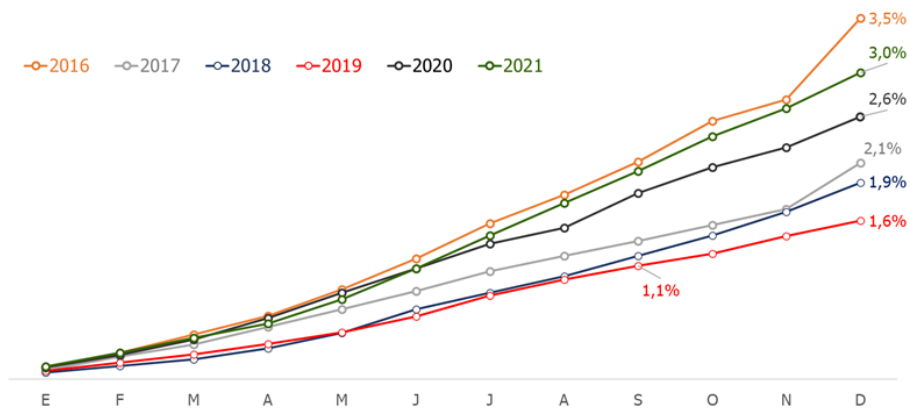
RTDO PRIMARIO SPNNF ACUMULADO SIN DEG y AP. EXT.

% PIB - 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 y 2021

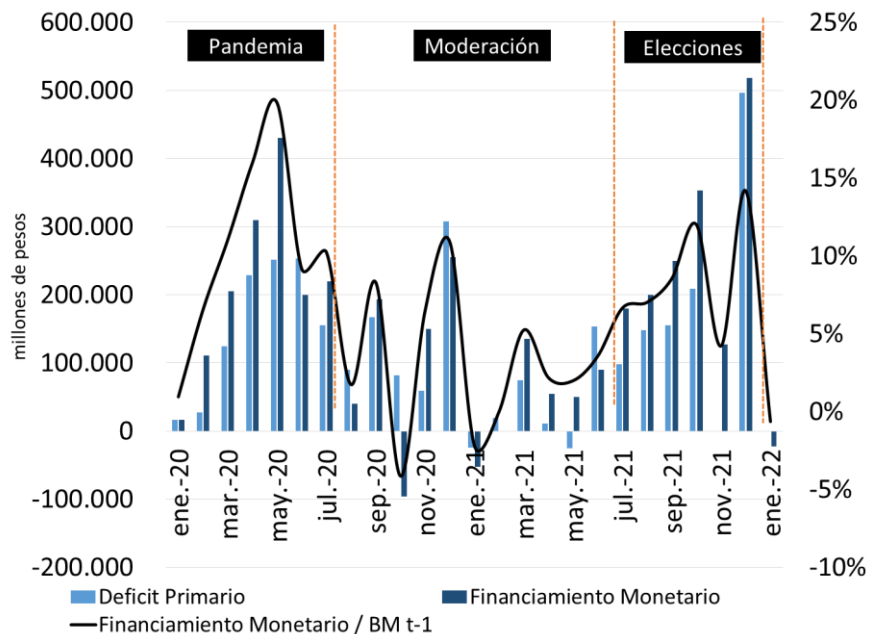


EVOLUCIÓN DE LOS SUBSIDIOS ECONÓMICOS

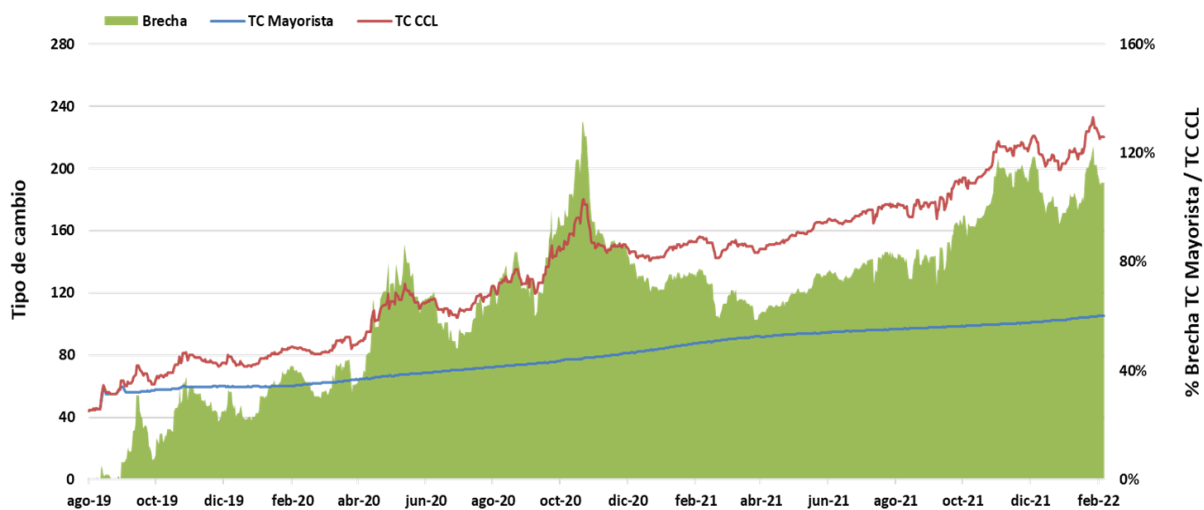
% PIB - 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 y 2021



Desequilibrios atados al frente fiscal. Sin financiamiento externo y con altísima inercia inflacionaria, el déficit de caja condiciona el orden macroeconómico. Desorden macro con cepo se materializa en brecha ¿Gobierno sorprenderá con mayor financiamiento de multilaterales por fuera del FMI?

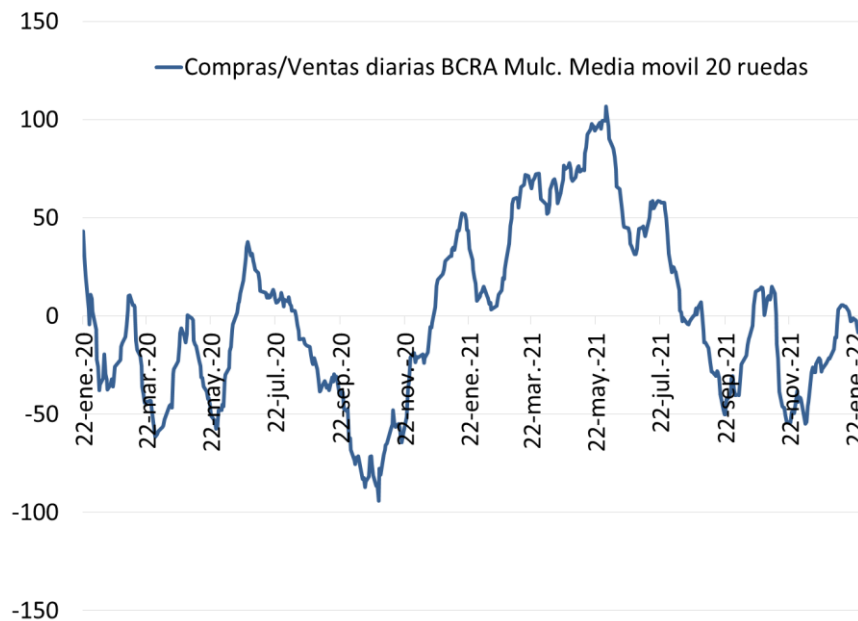
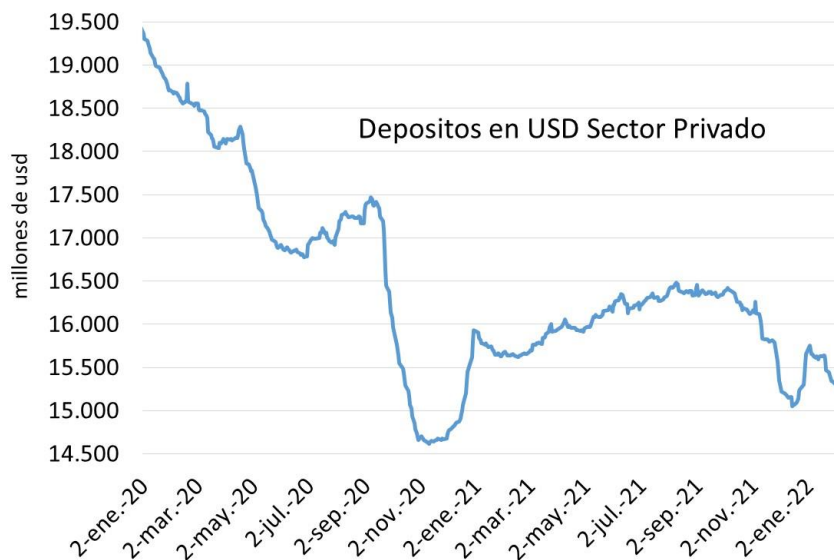


Brecha Cambiaria (ago2019-actualidad)



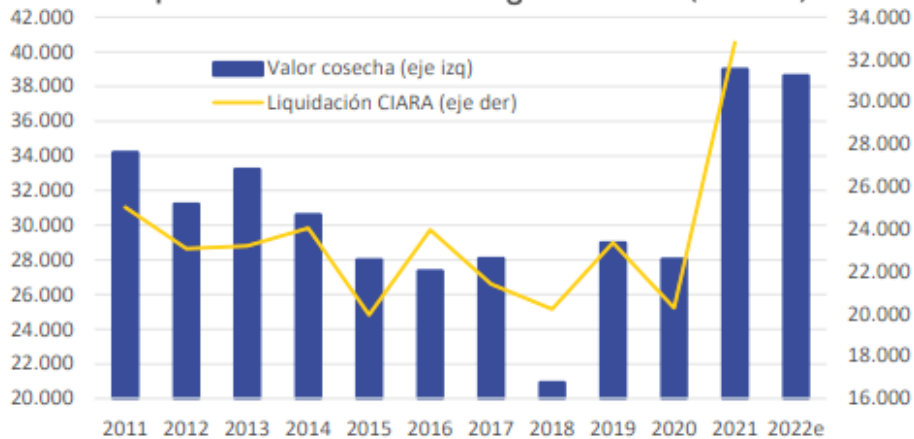
El Balance del BCRA. Prácticamente cero poder de fuego, única herramienta son los Cepos y Restricciones. Con el acuerdo volverían los DEG, muy necesarios en el corto plazo hasta la cosecha. Seguir depósitos en USD como otro indicador de incertidumbre.

millones de USD	ago-19	sep-20	may-21	sep-21	dic-21	feb-22
Reservas Brutas	66.300	42.500	40.880	45.700	41.500	37.600
Encajes	15.950	12.000	10.270	11.550	11.400	12.000
Swap China	18.200	19.000	20.249	20.150	20.400	20.400
BIS	2.670	3.162	3.160	3.157	3.157	3.157
Reservas Netas	29.480	8.338	7.201	10.843	6.543	2.043
DEG	2.770	2.860	700	4.715	2.450	-
Oro	2.980	3.900	3.600	3.620	3.520	3.560
Resto	23.730	1.578	2.901	2.508	573	1.517
millones de pesos	ago-19	sep-20	may-21	sep-21	dic-21	feb-22
Base Monetaria	1.350.000	2.287.000	2.538.706	2.920.000	3.136.142	3.631.048
Leliq+Lebacs+Pa	1.270.000	2.560.000	3.555.000	4.110.000	4.650.000	4.772.846
Pasivos	2.620.000	4.847.000	6.093.706	7.030.000	7.786.142	8.403.894



Reservas, TCRM, Brecha y Tasa de interés. La devolución de los DEG parece estar dentro de la meta de acumulación de reservas del FMI. El Campo no sólo como sostén del programa sino también de la estabilidad.

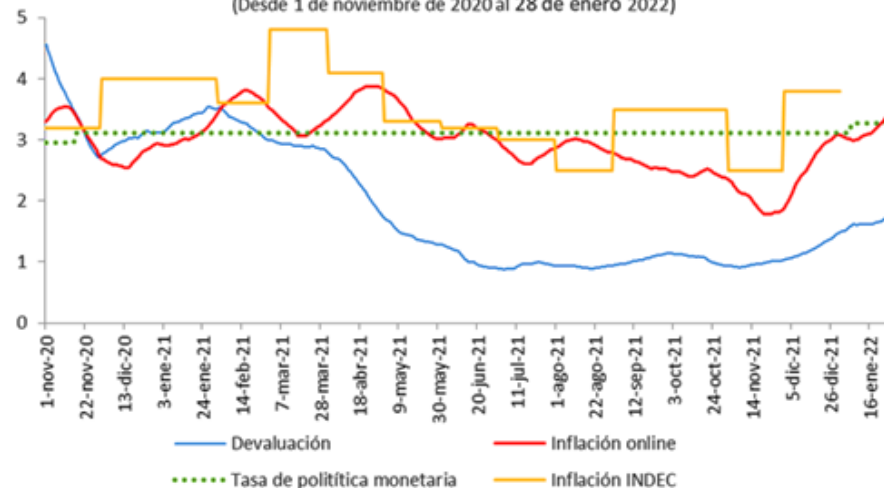
Valor de la cosecha de soja, maíz y trigo versus liquidación de divisas del agro en MULC (USD bn)



TCRM



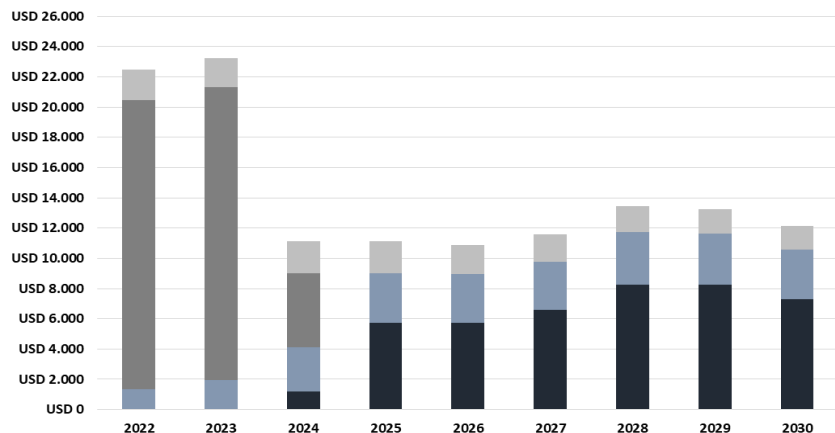
Gráfico 2: Devaluación, Inflación online y Tasa de Política Monetaria (Desde 1 de noviembre de 2020 al 28 de enero 2022)



¿Nuevo perfil de Deuda?.

Hay que hacer las cosas muy mal para dejar de pagar los intereses de los bonos en dólares antes del 2025. Organismos internacionales ex-FMI a la espera de novedades. Al mercado de deuda en pesos no se le puede pedir mucho más por el momento. Impuesto inflacionario anunciado en el “entendimiento” parece ser muy bajo, sería un gran avance para orden macro.

Pagos de Capital mas Int. por Bonos Soberanos en USD y Organismos Internacionales



Pagos de Capital mas Int. por Bonos Soberanos en USD y Organismos Internacionales (Nuevo Perfil FMI)

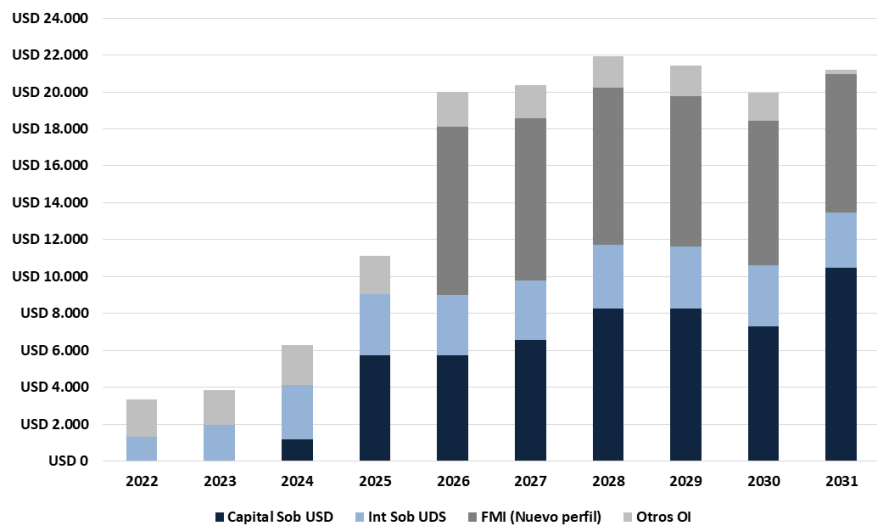
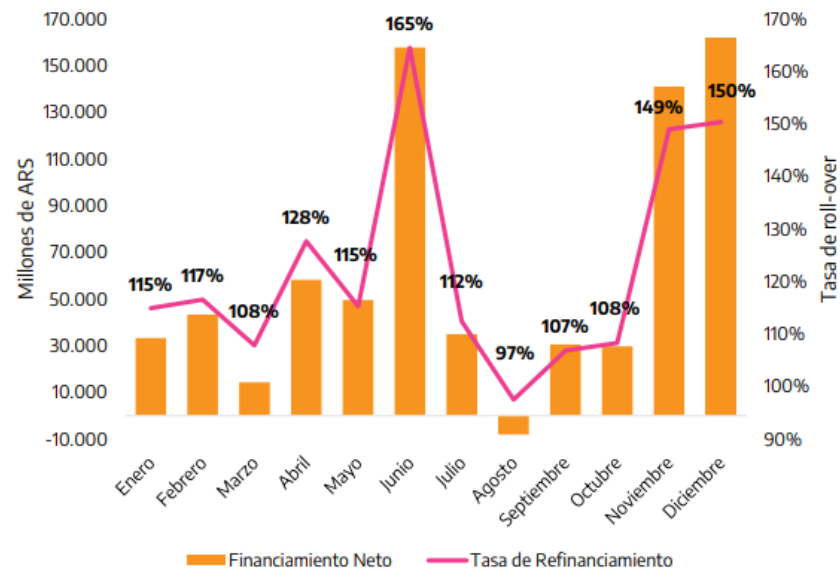


Gráfico 2. Financiamiento neto y tasa de refinanciamiento

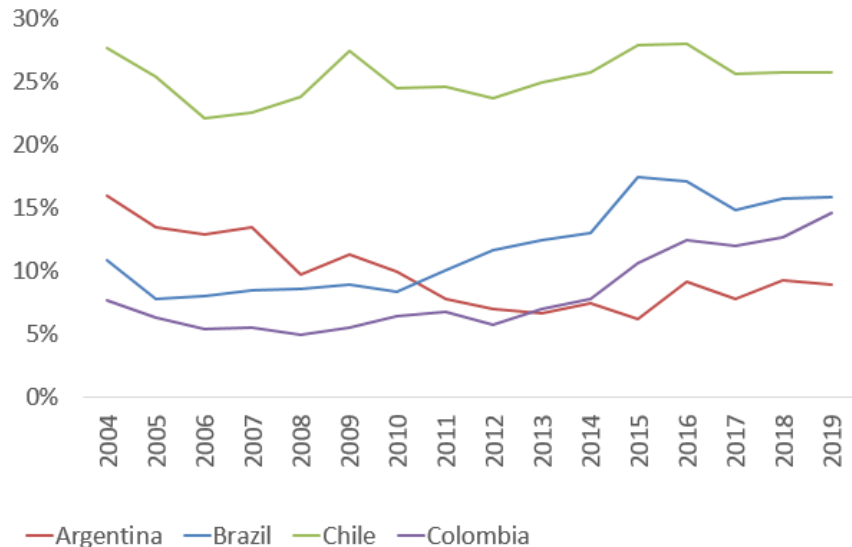
En millones de ARS y en %



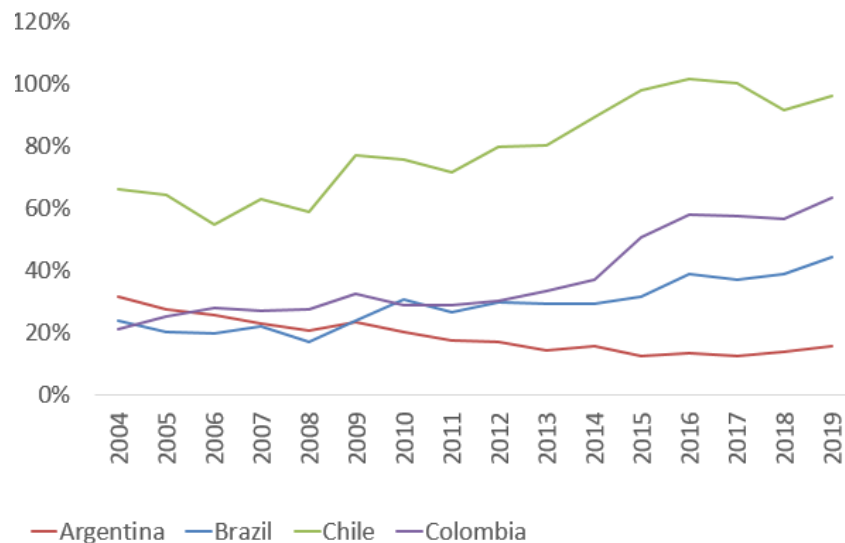
Fuente: Elaboración propia en base a datos Mecon Secretaria de Finanzas Y FMI.

Tenemos que cambiar el foco de largo. La restricción externa la podríamos buscar en otro lado. Como notamos, estamos fuera del radar de inversiones externas, que junto con las expo, son el mecanismo más sano posible para un sector externo equilibrado

External Private Debt/GDP



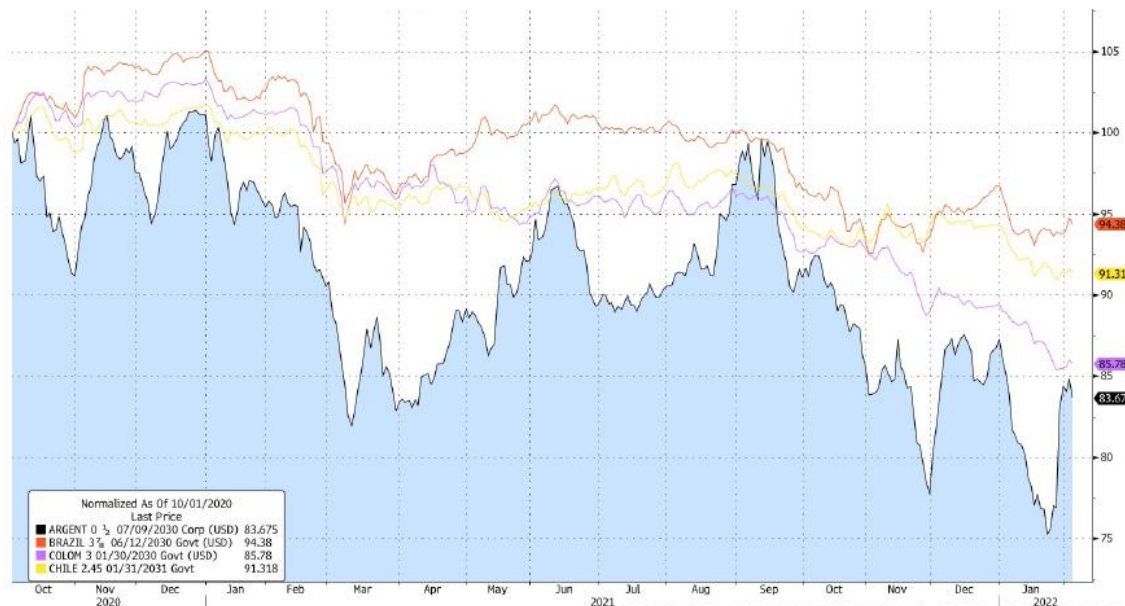
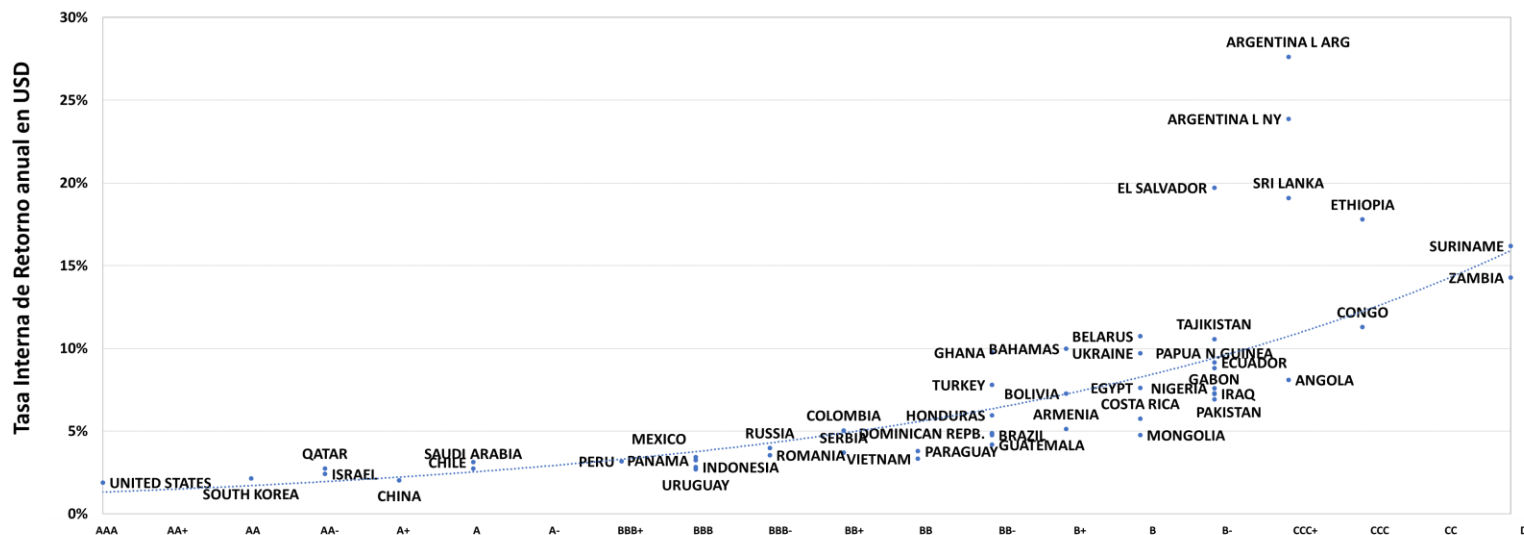
FDI liability /GDP



Mercados

Riesgo País en la dimensión desconocida. Bonos negocian paridad y valor de recuero de capital, la TIR poca lectura por el momento.

Rendimientos Bonos Soberanos a 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg.

¿Oportunidad de compra?

Perdidas y ganancias lucen a priori asimétricas contemplando escenarios posibles. Bajos cupones y bajas paridad son buena cobertura frente a potencial nuevo canje.

Simulación de precios tras cambios de TIR

	Ley Argentina (USD)*					Ley NY (USD)*					
	AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
Precio actual	32,40	30,00	29,80	33,75	35,00	34,50	34,09	31,50	36,60	34,75	33,39
TIR actual	28,03%	28,04%	19,92%	21,30%	17,24%	26,25%	24,60%	19,06%	19,78%	17,35%	18,53%

*Precios USD MEP BYMA 48hs.

Simulación de rendimientos obtenidos tras cambios de TIR

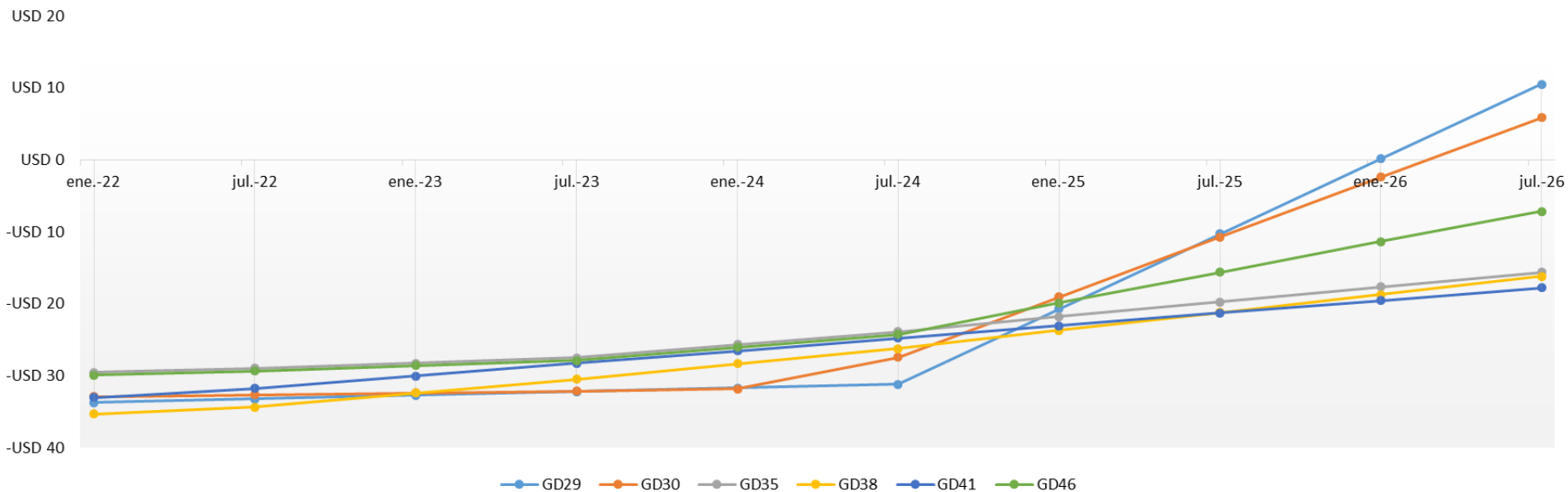
		AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
TIR	18%	45%	48%	13%	20%	-5%	36%	30%	7%	10%	-4%	-2%
	16%	57%	61%	30%	34%	8%	47%	41%	23%	24%	9%	16%
	14%	70%	75%	50%	51%	24%	60%	54%	42%	40%	25%	33%
	12%	86%	91%	73%	73%	44%	74%	68%	63%	60%	45%	52%

Bono	Cupón 2022	Fecha Prox Cpn	Current Yields									
			2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
GD29	1,000	9/7/2022	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	0,00
GD30	0,500	9/7/2022	1,51	1,51	2,26	2,26	2,26	2,26	5,28	5,28	5,28	5,28
GD35	1,125	9/7/2022	3,74	4,98	12,04	13,70	13,70	13,70	15,78	16,61	16,61	16,61
GD38	2,000	9/7/2022	5,51	10,67	11,70	13,77	13,77	13,77	13,77	13,77	13,77	13,77
GD41	2,500	9/7/2022	7,29	10,21	10,21	10,21	10,21	10,21	10,21	10,21	10,21	14,22
GD46	1,125	9/7/2022	3,69	4,92	11,90	13,54	13,54	13,54	14,36	16,41	16,41	16,41
AL29	1,000	9/7/2022	3,16	3,16	3,16	3,16	3,16	3,16	3,16	3,16	3,16	0,00
AL30	0,500	9/7/2022	1,76	1,76	2,63	2,63	2,63	2,63	6,15	6,15	6,15	6,15
AL35	1,125	9/7/2022	4,05	5,41	13,06	14,87	14,87	14,87	17,12	18,02	18,02	18,02
AE38	2,000	9/7/2022	5,88	11,40	12,50	14,71	14,71	14,71	14,71	14,71	14,71	14,71
AL41	2,500	9/7/2022	7,61	10,65	10,65	10,65	10,65	10,65	10,65	10,65	10,65	14,84

Cada año vale oro.

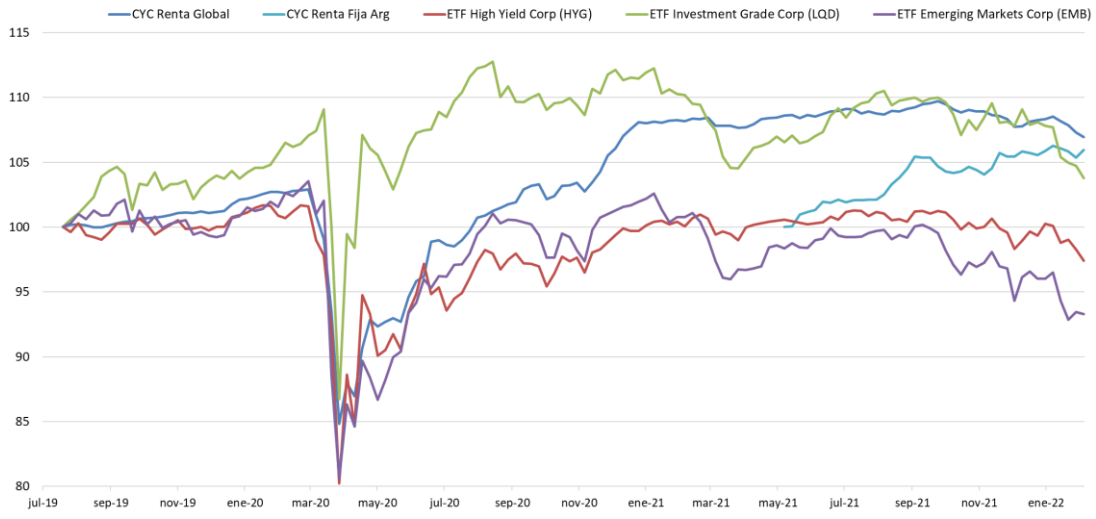
Las paridades son tan bajas que cada año performing que pasa los cupones bajan muy rápido el precio de compra. En escenario no caótico, gran potencial.

Recupero de la inversión por pago de Cupón + Amortización

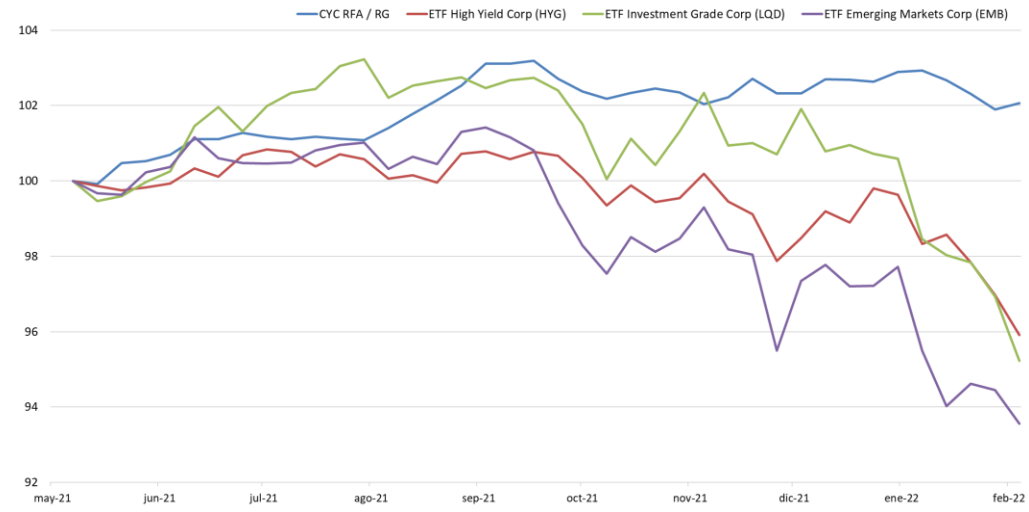


Un Contexto Internacional Complejo para la Renta Fija. Peor desempeño de los en los últimos 50 años. Corporativos Argentinos muestran una resistencia llamativa.

CYC Renta Global y CYC Renta Fija Arg. vs. ETF índices renta global



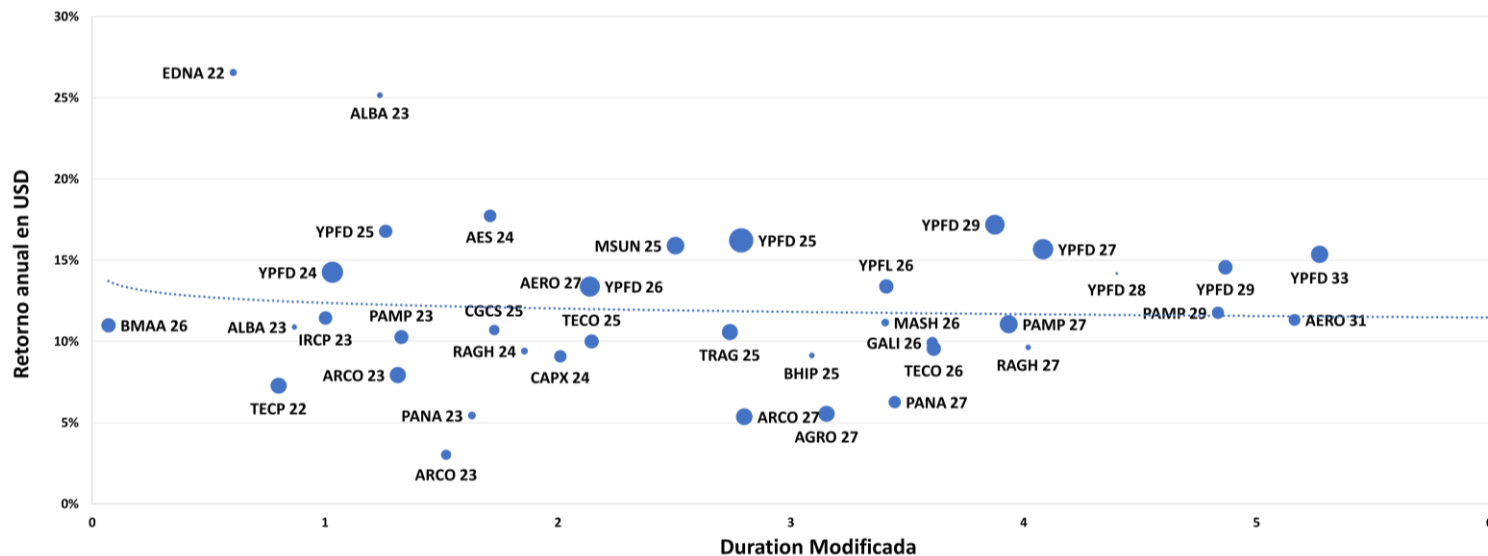
Cartera combinada CYC RG y CYC RF Arg. vs. ETF índices renta global



Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg.

Bonos Corporativos USD. Una resistencia corporativa llamativa para un país en agonía y con la renta fija global desplomándose. Priorizando siempre la calidad. Malos políticos pero grandes CFOs.

3Q21												
USD Mill.	CAPEX	CGC	PAMPA	PAE	TECPETROL	TGS	YPF	ALUAR	ARCOR	MASHER	TECO	RAGHSA
EBITDA (LTM o Est.)	215	319	875	1.198	820	426	3.188	277	304	45	1.178	71
Deuda total	259	592	1.424	2.806	727	522	7.482	297	791	197	2.519	158
Caja y Eq.	121	338	507	408	371	344	1.176	105	228	27	256	86
Deuda Neta	137	255	917	2.399	356	178	6.306	192	564	169	2.263	71
Intereses (LTM)	26	56	165	331	49	26	680	15	125	27	275	8,8
Net Leverage (LTM)	0,6	0,8	1,0	2,0	0,4	0,4	2,0	0,7	1,9	3,7	1,9	1,0
Interest Coverage (LTM)	8,2	5,7	5,3	3,6	16,8	16,5	4,7	18,5	2,4	1,6	4,3	8,1
DFN/Patrimonio Neto	0,4	0,8	0,5	0,4	0,5	0,2	0,8	0,3	0,8	0,8	0,5	0,3
Total ON's USD mill.	256	592	1.416	928	504	479	7.363	185	523	154	2.245	158
2021	-	93	-	65	-	-	200	-	-	-	-	-
2022	-	104	98	80	498	-	826	50	5	-	500	-
2023	-	160	390	205	7	-	791	110	510	12	206	-
Otros	256	235	929	579	-	479	5.546	25	8	142	1.539	158

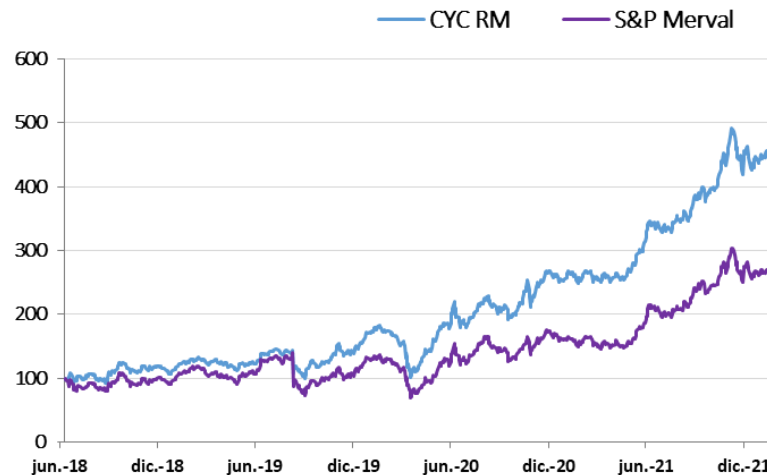


Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros y datos Bloomberg.

Acciones Locales.

Simple reflejo de los gráficos de largo plazo. En el corto correlaciona con Emerging y Brasil, pero desde el subsuelo. Con algo de optimismo sería el gran ganador. Mayor riesgo a potencial licuación en escenario caótico en relación a los soberanos en USD.

Merval Histórico en USD CCL (2001-actualidad)



Rendimiento Merval en USD CCL vs. Emergentes y Brasil desde Paso ago-19

