

lcg.

PANORAMA MONETARIO Y FINANCIERO

30 de marzo de 2020

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo

g.lorenzo@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista jefe

m.sala@lcgsa.com.ar

Julia Segoviano

Economista

j.segoviano@lcgsa.com.ar

Emilia Calicibete

Analista

e.calicibete@lcgsa.com.ar

Florencia Blanc

Analista

f.blanc@lcgsa.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA

(+5411) 4862 8992

www.lcgsa.com.ar

info@lcgsa.com.ar

 @lcgmedia

Sobre la reestructuración de la deuda

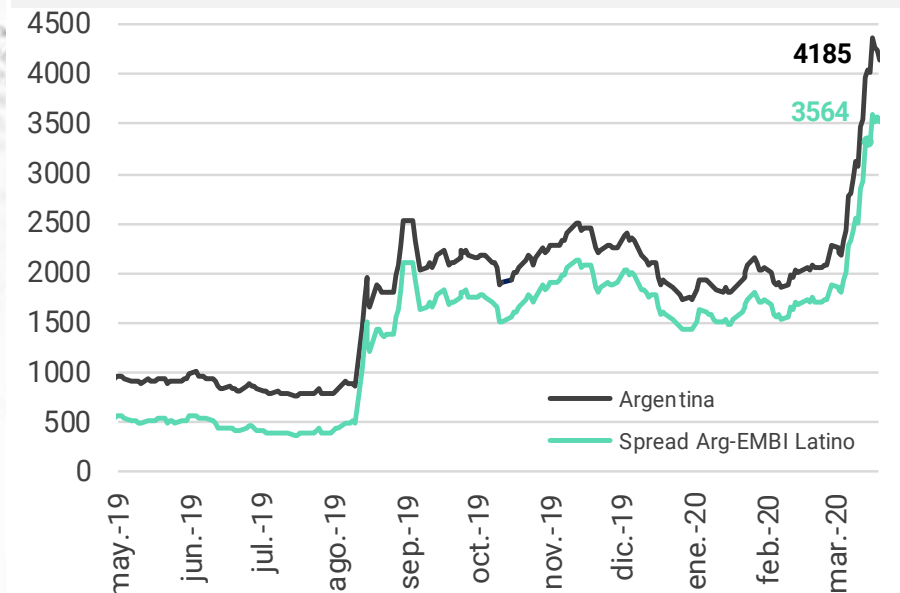
1. Deuda legislación internacional

- La fecha fetiche se aproxima. **Falta sólo día para el famoso 31 de marzo que se había autoimpuesto el Gobierno para cerrar el canje y ni siquiera hay oferta concreta para todos los bonistas.** Es lógico que los plazos se hayan extendido a la luz de los nuevos acontecimientos a nivel mundial. Sin embargo, Economía y Finanzas no parecía incluso haber avanzado lo suficiente antes de este shock.
- No es sencillo tampoco realizar la presentación de una oferta en un mundo que ha cambiado por completo sus prioridades. Actualmente el mercado de renta variable en Estados Unidos borró riqueza por US\$ 6.000.000.000.000 en apenas 6 días sumado a las pérdidas en el resto de las plazas. No hubo país que se hayan salvado del contagio de la crisis sanitaria a la crisis financiera. Y un dato poco alentador es que **los mercados de renta variable son un *leading indicator* de la actividad real.**
- En los mercados internacionales de renta fija también hay preocupación con la deuda de las empresas y el accionar coordinado de los Bancos Centrales del mundo junto con la FED no lograron traer la suficiente calma. La mayor liquidez a nivel internacional en parte se vuelca a comprar de bonos corporativos que están en remate. La reestructuración de la deuda de las empresas es por lejos menos traumático que el de un país. Algo que desvía la atención de la deuda argentina.

- A pocos días de presentar una oferta **el riesgo país oscila en niveles superiores a los 4000 puntos básicos**, por encima incluso de los niveles registrados durante el 2009 (máx. 1965 pbs) donde no sólo la capacidad sino la voluntad de pago estaba en duda. Los bonos no pararon de retroceder al punto que ya se encuentran en paridades del 25%. Si bien las primas de riesgo aumentaron para todos los países emergentes, creemos que el caso argentina tiene su dinámica propia.

Riesgo País Argentina

Índice EMBI



Fuente: LCG en base a Índice EMBI

Sobre la reestructuración de la deuda

- La hipótesis principal es que Argentina va a presentar una oferta de canje agresiva la semana siguiente tanto en la quita de intereses y capital. Los principales tenedores de deuda no estarían dispuestos a aceptar. Al no existir vencimientos de capital de deuda de legislación extranjera durante todo 2020, **la incógnita pasará por la actitud que tome Guzmán respecto al pago de intereses de la deuda para mantenerla *performing* o si decide embaucarse en la cesación de pagos declarando formalmente el default. Algunos fondos de inversión importantes que siempre se mostraron predispuestos sugieren que no es el momento para realizar esta operación.** Incluso ponen en duda el enfoque DSA para establecer el marco de la sostenibilidad de la deuda pública, pilar en el discurso del FMI.
- Existe en la creencia de algunos analistas otra hipótesis. M. Guzmán se mostró muy duro en el discurso, pero ofrecerá algo amigable para el mercado y tratará de cerrar la operación con una presentación hecha durante esta semana. A la luz de los discursos del Ministro suena quizás poco auspicioso respecto a lograr que la deuda sea sostenible. La misma, como ya indicó el FMI requerirá de una quita de al menos US\$ 85.000 M, por lo que nos hace pensar que la primera hipótesis es la más plausible.
- **Hay que tener en cuenta que muchos de los riesgos del default ya están siendo asumidos ex ante del evento. La tasa de descuento para proyectos en Argentina es**

prohibitiva y eso ya afecta a la inversión existente. Por lo tanto, en el peor de los casos que sería declarar el default, muchos costos ya han sido asumidos. Esto le da más potencia a la hipótesis principal.

- No obstante, no es menos cierto que necesitaremos del ahorro del resto del mundo para financiar una cuenta corriente aún negativa. Por lo que en vistas a futuro y una vez atravesado el desastre sanitario sería conveniente tener acceso al mercado. Por ahora, la probabilidad de default es 1 a las tasas de recupero habituales (30%).

2. Deuda legislación nacional

- La deuda con legislación nacional sigue en proceso de estiramiento de plazos. Al contrario de lo que sucede con la deuda externa, **el 2020 es un año cargado de vencimientos. Vencimientos tanto en dólares como en pesos.** La posición más dura del reperfilamiento forzoso del AF20 hizo que los inversores institucionales con posiciones en estos bonos estén más dispuestos a aceptar quitas en valor presente. Así, con una mejora en los 'canjes' que siguieron al AF20 hubo mayor participación además de ser mejor instrumentados y no tan agresivos como el primero.

Sobre la reestructuración de la deuda

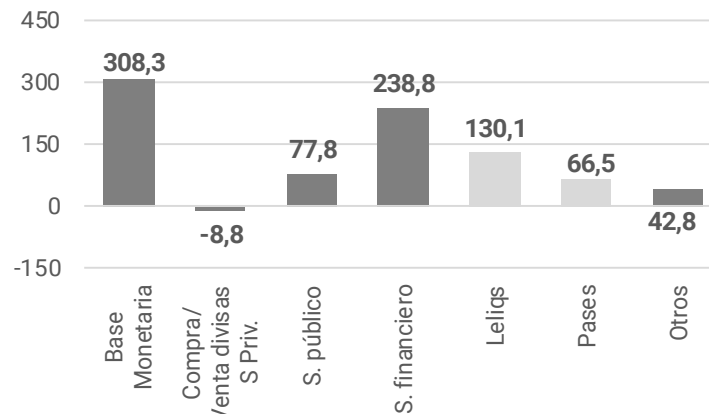
2. Deuda legislación nacional (cont.)

- Sin embargo, no hay que perder de vista que las propuestas de esos canjes, incluyendo el que involucró casi \$ 600.000 M del 19 de marzo implicaron quitas del 35% en valor presente. Una pérdida elevada. Para más detalle, véase Informe Mensual N°130, Coronavirus. Lluve sobre mojado /Sección Deuda <http://www.lcg.com.ar/lcg/informe-mensual/>.
- Las paridades de los bonos en pesos se encuentran en torno al 50%-65% reflejando la incertidumbre de otra quita en el vencimiento del TC20 el día 28 de abril por aproximadamente \$350.000 M. A pesar de ser un monto elevado, Anses e inversores institucionales locales tienen una participación superior al 85%, por lo que no creemos que haya problemas con la refinanciación.
- **Los bonos en dólares con legislación local son los más castigados. El AY24 y el AO20 tienen paridades por debajo del 25%. El consenso del mercado es que la probabilidad que se pague en tiempo y forma es casi nula. Quizás sobre ellos sí es esperable un reperfilamiento forzoso.**

Política monetaria

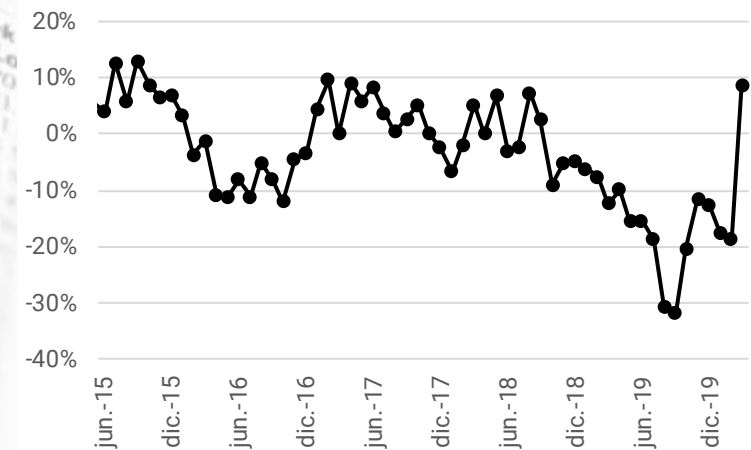
- En los primeros 25 días de marzo la **política monetaria ya mostró el sesgo expansivo que promete agudizarse con el correr de los días** para hacer frente a la demanda de financiamiento del Tesoro.
- Se inyectaron \$ 308 MM; \$ 78 MM como financiamiento neto al Sector Público y \$ 240 MM por rescate de pasivos financieros (leliqs y pases). Las intervenciones en el mercado de cambios fue el único factor contractivo de la BM.
- **La Base Monetaria asciende a \$ 2,2 B, 7,1% PBI. En la comparación anual, acumula un incremento del 9% medido en términos reales**

Factores de explicación de la BM
\$ MM. 20 días de marzo



Fuente: LCG en base a BCRA

Base monetaria
a/a real. Fin de mes

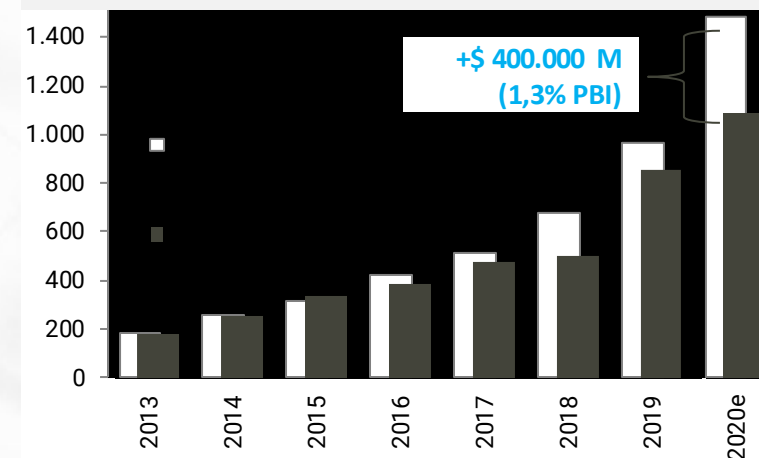


Fuente: LCG en base a BCRA

Política monetaria (cont.)

- El Tesoro recibió \$ 125 MM en concepto de Adelantos Transitorios durante marzo; \$ 232 MM en lo que va del año.
- El margen de financiamiento por esta vía proyectado para este año es de \$ 630 MM, por lo que **quedaría un remanente de \$ 400 MM (1,3% PBI)**.
- **Vale aclarar que el Tesoro también podrá contar con las utilidades que generó el BCRA en 2019 a partir de volver a valuar las Letras Intransferibles a valor de mercado: aproximadamente \$ 670 MM (2,2% PBI)**

Adelantos Transitorios del BCRA \$ MM

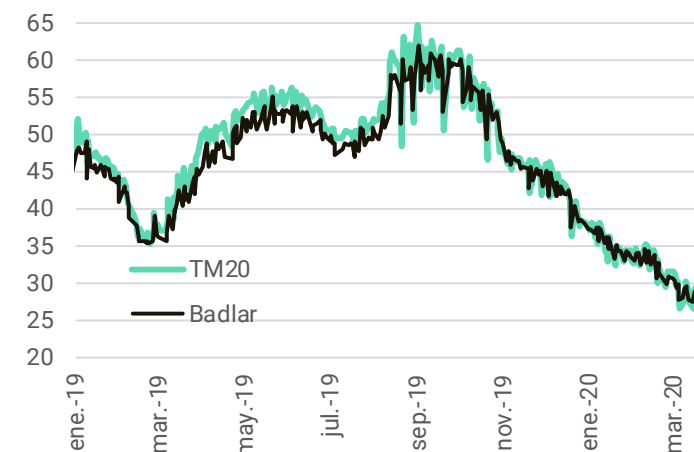


Fuente: LCG

Mercado de pesos

- El mercado de pesos de corto plazo quedó muy segmentado. Si bien el BCRA procuró la liquidez en el mercado de pesos que hizo descender las tasas pasivas, llevando la badlar por debajo del 30%, hubo igualmente algunas dificultades debido a cuestiones operativas, principalmente relacionadas con descubiertos bancarios.
- Lo curioso, o quizás no tanto debido al elevado grado de dolarización, **es que frenado parcialmente en algunos sectores el crédito de corto plazo, la falta de pesos se materializó en una mayor oferta de dólares llevando la cotización del CCL y del MEP incluso por debajo de los AR\$ 84 la semana anterior** para rondar actualmente los AR\$85. Recordemos que la cotización del CCL había logrado superar los AR\$ 90 durante este mismo mes de marzo.

Tasa depósitos privados a plazo TNA %

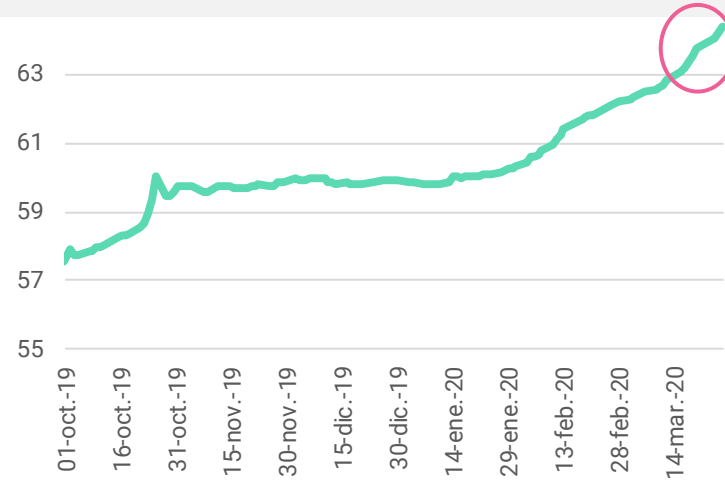


Fuente: LCG en base BCRA

FX

- FX oficial en AR\$ 64,41 (27-marzo).
- En contexto de depreciación de monedas emergentes, **el BCRA acelera ritmo de convergencia del Peso:** en las últimas 10 jornadas se depreció a una tasa promedio del 0,27% día. Equivale a una depreciación del 6% mensual:
 - 1) duplica ritmo de febrero (0,3% al mes);
 - 2) por encima de la inflación proyectada para este mes (en torno a 4% m/m), pero no descartamos que en algún momento se traslade a precios.
- CCL y Blue tocaron niveles máximos de AR\$ 91 y AR\$ 89 en los días previos al aislamiento social preventivo y obligatorio, **pero retrocedieron sensiblemente en los días posteriores a AR\$ 85,5 y AR\$ 85,3, respectivamente (27-marzo) a partir de la falta de Pesos. Representa baja de 3,3% y 6,3% en cada caso.**
- Por convergencia del oficial y baja del CCL y Blue, **la brecha retrocede a niveles del 30%**, en línea con el impuesto país.

FX AR\$/ US\$



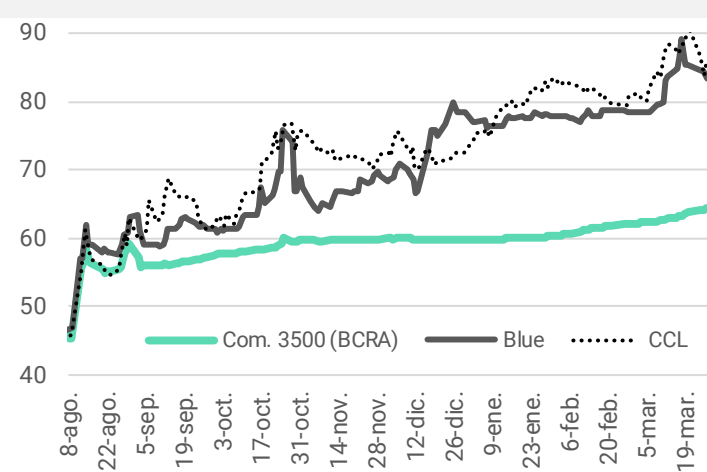
Fuente: LCG en base a BCRA

Monedas/ Dólar

		27-mar	28-2-2020/ últ. dato	
Peso mexicano	México	23,00	18,9%	↑
Peso colombiano	Colombia	3.991,06	13,9%	↑
Real (Brasil)	Brasil	5,01	12,3%	↑
Peso uruguayo	Uruguay	42,53	9,0%	↑
Dólar australiano	Australia	1,65	8,9%	↑
Libra esterlina	R. Unido	0,82	5,8%	↑
Dólar canadiense	Canada	1,41	5,4%	↑
Peso argentino (Ref. BCRA)	Argentina	64,41	3,5%	↑
Nueva lira turca	Turquía	6,40	3,5%	↑
Peso chileno	Chile	836	2,4%	↑
Yuan Renminbi (China)	China	7,09	1,2%	↑
Euro	Euro Zona	0,91	-0,6%	↓
Yen (Japón)	Japón	109	-0,7%	↓
Nuevo sol peruano	Perú	3,39	-1,0%	↓

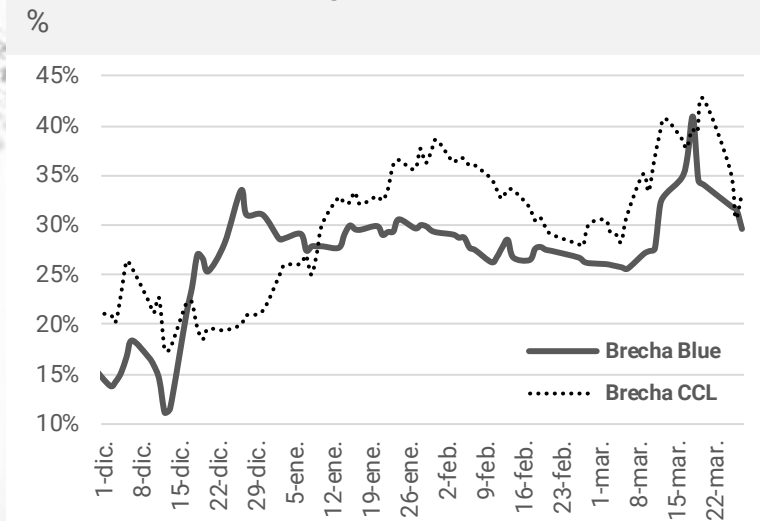
Fuente: LCG

FX AR\$/ US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

Brecha cambiaria respecto a FX oficial



Fuente: LCG en base a BCRA

Tipo de cambio real

- TCRM Índice base dic-01=1 en 1,618
- **A pesar del corrimiento más acelerado del FX oficial, al 20-mar el TCRM acumulaba una apreciación de 5,6%; 9% en lo que va del año.**
- La mayor apreciación se da con Brasil (-12% en marzo y -21% en todo 2020) a partir del fuerte debilitamiento del Real (26% en lo que va del año).

Tipo de cambio real multilateral
Índice base dic-01=1



Futuros

- La posición a diciembre cotiza AR\$ 88,1 con poco volumen pero con un BCRA activo en el tramo corto con posiciones vendedoras.
- **Descuentan tasa del 47% TNA, por encima de la inflación proyectada para el año, lo cual es lógico en el contexto de incertidumbre y de retraso respecto a la devaluación de los socios comerciales.**

Futuros tipo de cambio
En \$/US\$

