Reporte Semanal de Coyuntura de Mercados (n°328)

Con mucha volatilidad en mercados externos, los activos argentinos se las ingeniaron para apreciarse

El saldo semanal ha sido negativo, pero tuvo un final feliz y una auspiciosa recuperación de precios en las últimas dos ruedas. Se dieron datos decepcionantes del sector manufacturero y de servicios de los EE.UU. que alimentaron las preocupaciones sobre la desaceleración del crecimiento global, en especial el peor ISM Manufacturero desde 2009. La OMC falló a favor de EE.UU. después de años de disputas sobre los subsidios que la UE le otorgan a Airbus: Trump planea aplicar aranceles del 10% sobre diversos productos. La publicación del último informe mensual de nóminas no agrícolas de EE.UU. resultó peor de lo esperado el día viernes y aumentaron las expectativas de reducción de tasas de referencia de la Fed para fin de mes, lo que mantuvo a flote los mercados accionarios. Además, los inversores también esperan nuevas conversaciones comerciales entre EE.UU. y China, que comenzarán esta semana. Hubo caída de bolsas en todos lados: en Europa el índice EuroStoxx 50 registró un retroceso de -2,9% y el índice Nikkei de Japón obtuvo una pérdida de -2,1%. El Bovespa de Brasil también tuvo una caída, pero la misma se recortó en dólares por la apreciación del real. Los rendimientos US Treasuries volvieron a bajar por la mayor aversión al riesgo. El petróleo cerró en baja, marcando su segunda semana consecutiva de comportamiento negativo. El oro rebotó, al igual que la soja.

Escenario Doméstico: El REM de septiembre corrigió las proyecciones de variaciones del PIB para 2019 a -2,9% (-2,5% relevamiento previo), disminuyendo el pronóstico para 2020 (-1,5%) y se estima una inflación general para 2019 en 54,9%. Preocupante: la recaudación de septiembre estuvo bien debajo de la inflación. En agosto de 2019, la construcción mostró una caída de 5,9% YoY y la producción industrial -6,4% YoY. Se amplía la brecha cambiaria, en el marco de un incremento a lo largo de toda la semana de 10 a 20 centavos por día. Con vigencia el día 1 de octubre nuevas normas cambiarias y de CNV establecieron la necesidad de mantener 5 días los bonos que se liquidan contra dólares entre su compra y su transferencia, por lo que la brecha cambiaria se amplió nuevamente pasando de niveles del 10% a los actuales 14%. Se aleja la posibilidad de un reperfilamiento a la "uruguaya" (ver análisis). Ha sido una semana de evolución de menor a mayor en los precios de los bonos soberanos, con un interesante repunte del tramo corto de legislación doméstica como el AO20 y el AY24. Esta nueva moderada recuperación de precios se debe en gran parte al impacto del tipo de cambio. Riesgo país en 2150 bps y paridades en el rango de 37 a 45% son consistentes con quitas de valor presente muy fuertes en caso de una restructuración. Los bonos corporativos de Argentina enfrentan este año pocos vencimientos, de unos USD 600 M en todo el año, pero se elevarían a unos USD 1.600 M el año que viene. En las últimas cuatro ruedas el S&P Merval registró comportamiento positivo, en parte por el incremento dólar CCL hasta los 31.816,50 puntos. Petrobras dejará de cotizar el 04/11, pero se listará su CEDEAR a partir de hoy lunes.

INDICE

MERCADOS INTERNACIONALES.....3

EL REGRESO DE LA VOLATILIDAD.....3
INDICADORES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL G3 Y LATINOAMÉRICA.....6
EE.UU.....6
EUROPA.....7
ASIA.....7
LATINOAMERICA.....8

MERCADO LOCAL: MACROECONOMÍA 9

EL ÚLTIMO REM PROYECTA UNA CAÍDA DEL PBI DEL 2,9% ESTE AÑO.....9
SE AMPLÍA LA BRECHA CAMBIARIA.....11

MERCADO LOCAL: RENTA FIJA 12

OTRA MODERADA RECUPERACIÓN DE PRECIOS: EL IMPACTO DEL TIPO DE CAMBIO.....12
SE ALEJA LA POSIBILIDAD DE UN REPERFILAMIENTO A LA "URUGUAYA".....16

MERCADO LOCAL: RENTA VARIABLE 18

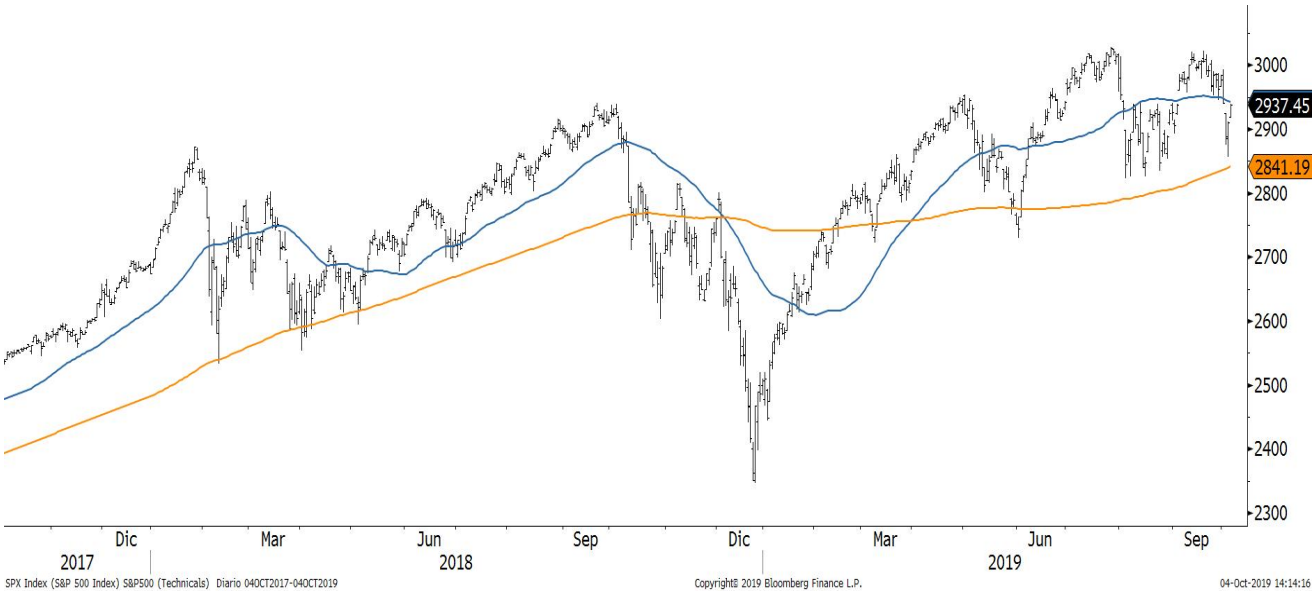
FUERTE SUBA EN PESOS: SUBA DE PRECIOS E IMPACTO DEL TIPO DE CAMBIO.....18

Mercados Internacionales

El regreso de la volatilidad

El saldo semanal ha sido negativo, pero tuvo un final feliz y una auspiciosa recuperación de precios en las últimas dos ruedas. El índice S&P 500 terminó las últimas cinco ruedas de caídas, en especial por los datos decepcionantes sobre el sector manufacturero y de servicios de los EE.UU. (ver más adelante) los que alimentaron las preocupaciones sobre la desaceleración del crecimiento global, bajando hasta casi tocar su media de 200 ruedas y cerró después del rebote.

Figura 1
S&P 500: dos años y medio



Fuente: Bloomberg

Los sectores que registraron mayores caídas fueron Energía, Financiero e Industriales.

En Europa, el índice Euro Stoxx 50 registró un retroceso de -2,9% en euros y -2,6% en dólares.

En Asia, el índice Nikkei de Japón obtuvo una pérdida en yenes de -2,1% y de -1,2% en dólares. Por otro lado, el índice CSI 300 de Shanghai (China) no operó por feriados.

En Latinoamérica, el índice S&P Merval de Argentina terminó con una ganancia de +6,1% en pesos y de +5,4% en dólares. Por su parte,

El índice Bovespa de Brasil tuvo una caída, pero la misma se recortó en dólares por la apreciación del real.

Por otro lado, la Casa Blanca planea aplicar aranceles del 10% sobre los aviones Airbus de fabricación europea y del 25% sobre el vino francés, whisky escocés e irlandés, y quesos de todo el continente. La medida se produce después que la OMC falló a favor de EE.UU. después de años de disputas sobre los subsidios que se le otorgan a Airbus. Las tarifas entrarían en vigencia a partir del 18 de octubre.

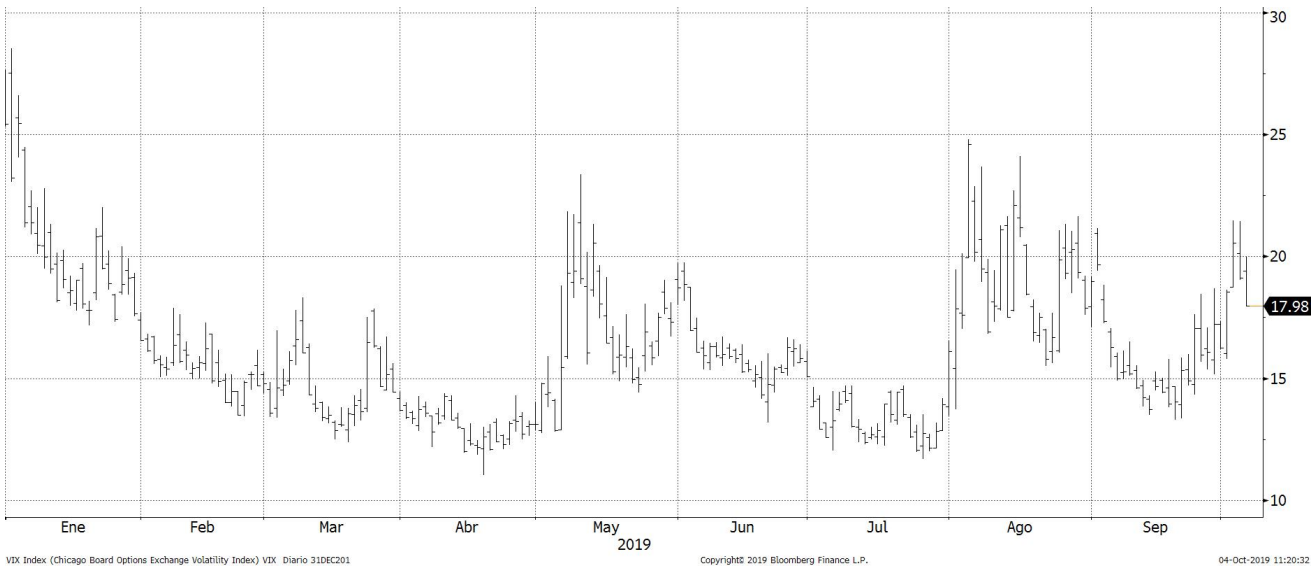
Pero la publicación del último informe mensual de nóminas no agrícolas de EE.UU. resultó peor de lo esperado el día viernes y aumentaron las expectativas de reducción de tasas de referencia de la Fed para fin de mes, lo que mantuvo a flote los mercados accionarios. Además, los inversores también esperan nuevas conversaciones comerciales entre EE.UU. y China, que comenzarán en el transcurso de esta semana.

La Organización Mundial del Comercio ha respaldado una solicitud de los EE.UU. de imponer aranceles a USD 7,5 Bn de bienes europeos, lo que podría desencadenar una nueva guerra comercial en el Atlántico. Trump acusa a los gobiernos europeos de Alemania, Francia, España y el Reino Unido de dar subsidios ilegales al fabricante de aviones Airbus. La Casa Blanca planea aplicar aranceles del 10% sobre los aviones Airbus de fabricación europea y del 25% sobre el vino francés, whisky escocés e irlandés, y quesos de todo el continente. Las tarifas entrarán en vigencia a partir del 18 de octubre. La UE ha sugerido que tomará represalias, alimentando las preocupaciones sobre la desaceleración del crecimiento global, en momentos en que EE.UU se enfrenta a China en una lucha arancelaria que ha amenazado el crecimiento económico a nivel mundial. En este contexto, los inversores comienzan a ponderar el mayor riesgo bajista de las acciones estadounidenses por encima de las europeas, ya que estas últimas quedaron rezagadas casi un 20% frente a los activos de EE.UU. durante los últimos 18 meses.

Todo lo anterior incrementó el VIX hasta superar 20%, para cerrar en torno a 18%:

Figura 2

INDICE VIX: acumulado del año, en porcentaje anual

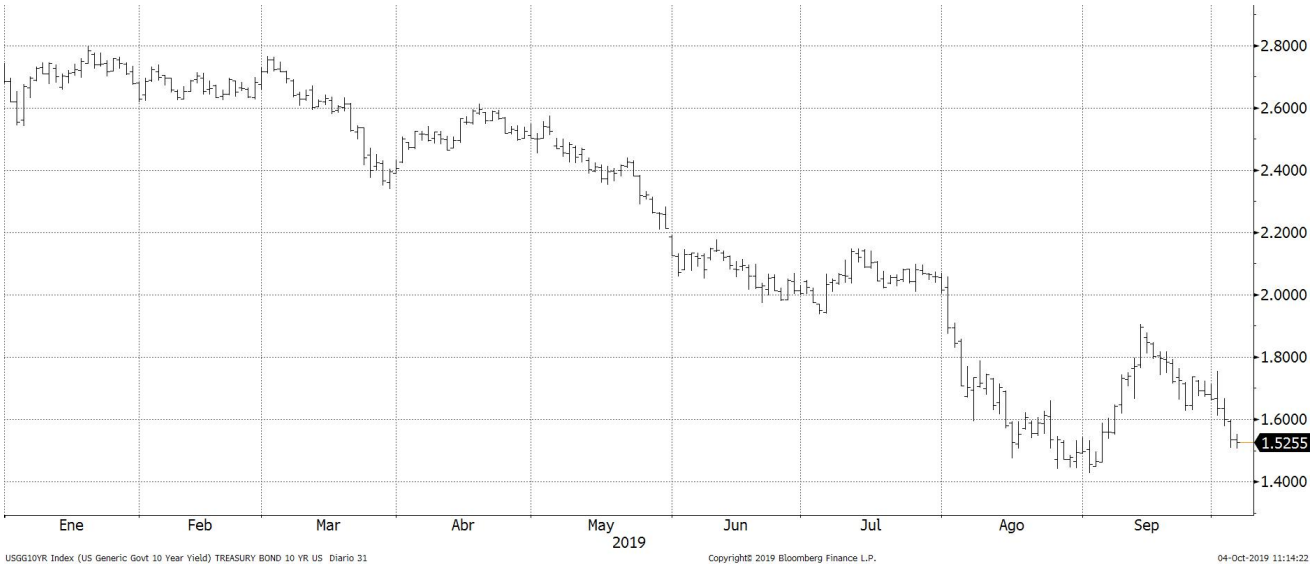


Fuente: Bloomberg

Los rendimientos US Treasuries volvieron a bajar por la mayor aversión al riesgo: los inversores se mantienen atentos a las tensiones comerciales entre las principales economías del mundo, sumado a la publicación de datos económicos desalentadores de importantes sectores de la economía estadounidense.

Figura 3

UST10Y: acumulado del año, en porcentaje anual

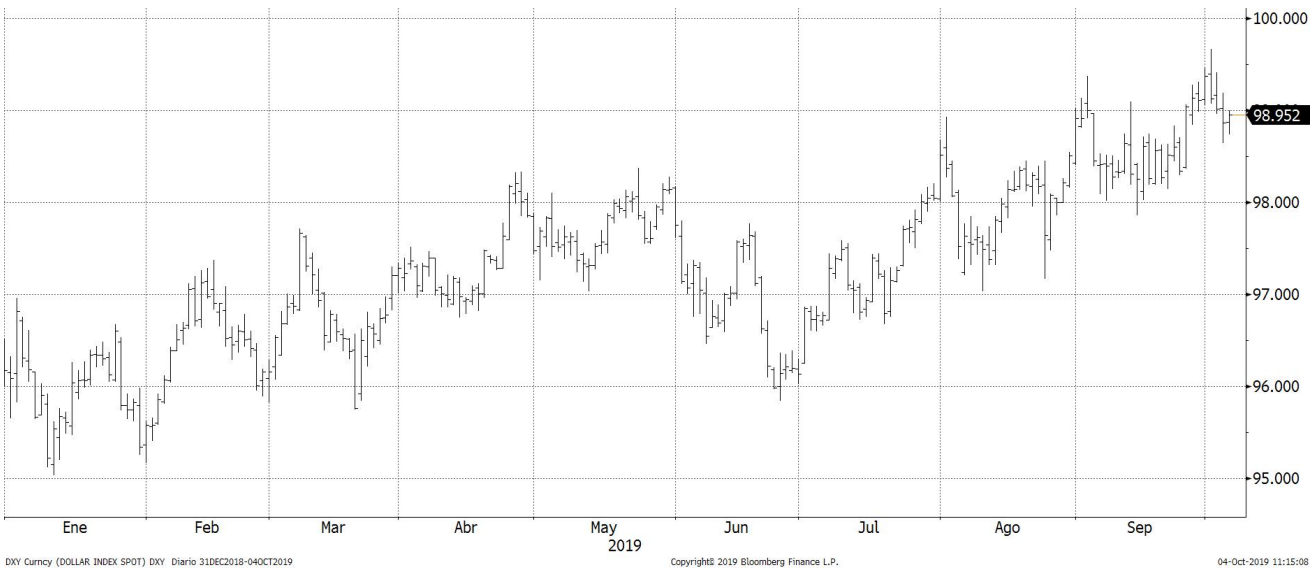


Fuente: Bloomberg

El dólar cerró en baja, luego que la debilidad de los datos de la industria manufacturera y de los servicios en EE.UU. diera indicios de una desaceleración del crecimiento económico en el país. Sin embargo, una caída en la tasa de desempleo recortó las pérdidas de la divisa norteamericana.

Figura 4

INDICE DXY: acumulado del año

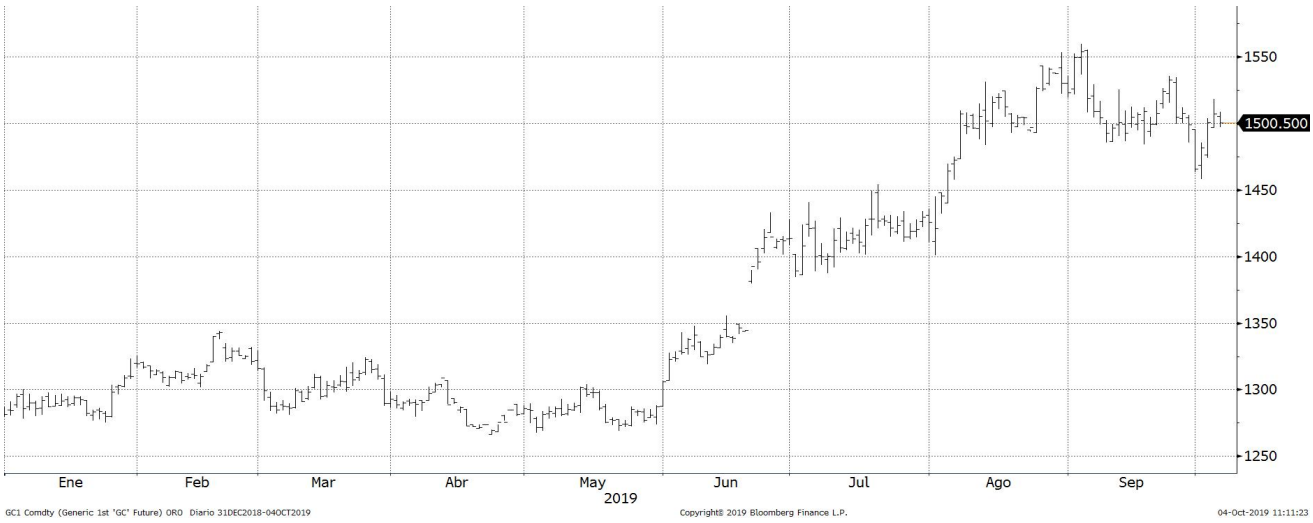


Fuente: Bloomberg

El petróleo cerró en baja, marcando su segunda semana consecutiva de comportamiento negativo, debido a las persistentes preocupaciones del mercado financiero sobre una potencial desaceleración económica que podría generar una recesión en medio de las continuas tensiones comerciales, trayendo como consecuencia una menor demanda de crudo.

El oro finalizó con ganancias, ya que los temores de desaceleración económica y la aplicación de aranceles sobre la UE impulsan la demanda del metal de cobertura frente al aumento del riesgo, a pesar de la baja del VIX en el último tramo de la semana.

Figura 5
ORO: en dólares por onza, acumulado del año



Fuente: Bloomberg

La soja también se apreció por un aumento menor al esperado en los inventarios de cultivos en EE.UU. por el incremento de las exportaciones a China. Sin embargo, las preocupaciones sobre una guerra comercial prolongada entre Washington y Beijing limitan las ganancias.

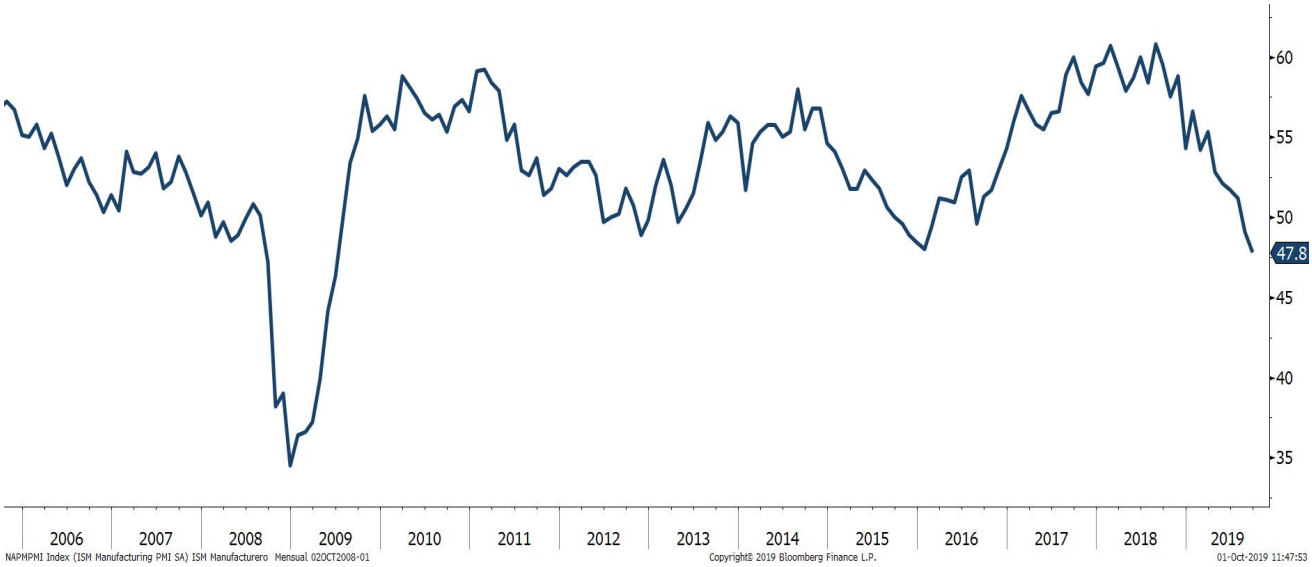
Indicadores de actividad económica del G3 y Latinoamérica

EE.UU.

Hubo mucha información económica en EE.UU., además de la data de empleo descrita al inicio. Sin lugar a dudas el que más preocupación causó fue el índice ISM manufacturero, que cayó en septiembre más de lo esperado (47,8 vs 49,1 previo). Se difundió lo que fue el peor ISM Manufacturero desde 2009 en EE.UU.

El índice PMI Chicago de septiembre mostró una fuerte caída (47,1 vs 50,4 anterior). Aumentaron los inventarios de crudo de la semana finalizada el 27 de septiembre. El aumento en el empleo ADP fue más bajo al proyectado (135k vs 157k previo). Aumentaron las peticiones iniciales por desempleo en la semana finalizada el 28 de septiembre. Por último, cayeron los pedidos de fábricas en agosto (-0,1% vs 1,4% anterior).

Figura 6
ISM MANUFACTURERO de EE.UU.: 2006-2019



Fuente: Bloomberg

Esta semana, EE.UU. dará a conocer el IPP, su inventario de crudo y el IPC. Por otro lado, se publicará las peticiones iniciales de desempleo, los índices de precios de importación y exportación. Por último, la Univ. de Michigan publicará su índice de percepción y la inflación.

EUROPA

La semana pasada, las ventas minoristas de Alemania se desaceleraron levemente en agosto (3,2% YoY vs 5,2% previo). El PIB del Reino Unido se mantuvo estable en el 2°T19 (1,3% YoY revisión final vs 1,2% previo). Se desaceleró la inflación de Alemania en septiembre (1,2% YoY vs 1,4% previo). Los índices PMI Markit manufactureros de Alemania, Francia y el Reino Unido mejoraron levemente en septiembre, mientras que los índices PMI composite cayeron.

Esta semana, Alemania dará a conocer datos de la producción industrial, de la balanza comercial y del IPC. Por el lado del Reino Unido se publicarán datos del PBI, producción industrial y balanza comercial.

ASIA

La semana pasada, mejoraron las ventas minoristas de Japón en agosto (2% YoY vs -2% previo), pero se contrajo fuerte la producción industrial (-4,7% YoY vs 0,7% anterior). Subieron levemente los índices PMI composite, manufacturero y no manufacturero de China en septiembre. El índice de desempleo de Japón de agosto se mantuvo estable, y el índice PMI Jibun Bank manufacturero de septiembre (revisión final) no mostró variaciones. Los índices de actividad Tankan del 3°T19 arrojaron caídas, alcanzando su nivel más bajo desde junio 2013. Los índices PMI Jibun Bank de servicios y composite de Japón no mostraron cambios en septiembre (revisión final) respecto al mes previo.

Esta semana, Japón reportará datos de su balanza por cuenta corriente y comercial, el IPP y ordenes de máquinas. Por el lado de China se dará a conocer el PMI Composite y de Servicios de Caixin.

LATINOAMERICA

La tasa de desempleo en Brasil se mantuvo estable en 11,8% en los tres meses a agosto. La producción de la industria brasileña creció 0,8% en agosto pasado respecto a julio, el mejor resultado para el octavo mes del año desde 2014.

Las acciones brasileñas se encuentran en una zona de lateralización sin mostrar tendencia alguna desde hace dos años:

Figura 7
ETF de BRASIL (EWZ): 2017-2019

Fuente: Bloomberg

La economía chilena crecería 2,6% en 2019 afectada por la guerra comercial entre China y EE.UU., pero repuntaría en el 2020 con una expansión de 3,3%. La inflación cerraría en 2,2% este año y 2,6% el próximo.

El desempleo en Colombia subió a 11,4% YoY en agosto, el más alto para ese mes desde 2010, dando una señal de la dificultad que enfrenta la recuperación de la cuarta economía de América Latina.

Ecuador creció 0,3% interanual en el segundo trimestre de este año, impulsada por una mayor dinámica de las exportaciones no petroleras y el consumo de los hogares. Anunció la eliminación del subsidio al diésel y la gasolina extra, y fijó una contribución especial temporal a las empresas de acuerdo a sus ingresos, como parte de un paquete de medidas para combatir el déficit fiscal, dentro del marco de un acuerdo con el FMI.

En México las importaciones cayeron 5,9% en agosto y las exportaciones 2,2%, arrojando un superávit comercial de USD 775 M para el mes de agosto.

Las Fuerzas Armadas de Perú respaldaron al presidente Martín Vizcarra luego que ordenara disolver el Congreso en busca de renovarlo y que, en una profunda pugna de poder, parlamentarios nombraran en su lugar a la vicepresidenta. La moneda peruana cerró este martes en su menor nivel de un mes.

Esta semana, Chile publicara datos de su balanza comercial y del total de sus exportaciones, por el lado de México se dará a conocer la inversión fija bruta, el IPC y la producción industrial. Por otro lado, Brasil reportará la balanza comercial semanal, IPC y ventas minoristas.

Mercado local: Macroeconomía

El último REM proyecta una caída del PBI del 2,9% este año

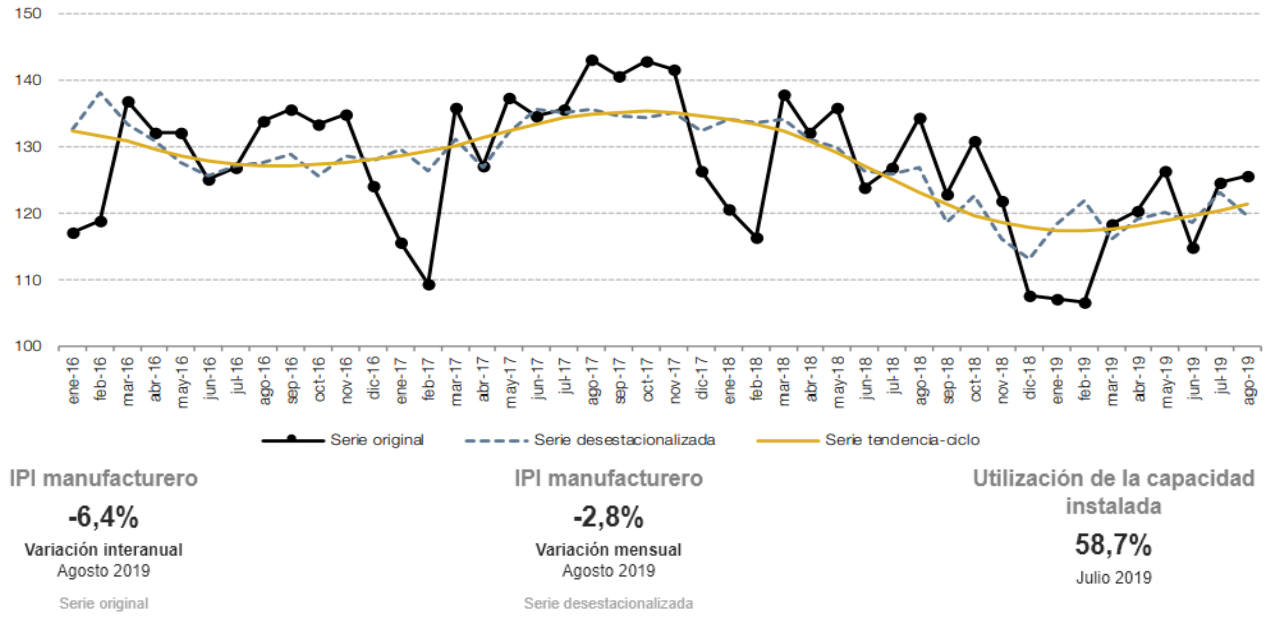
Según el REM de septiembre del BCRA:

- El mercado corrigió sus proyecciones de variaciones del PIB para 2019 a -2,9% (-2,5% previo), disminuyendo para 2020 (-1,5%) y reduciendo la expectativa de crecimiento para 2021 (1,6%).
- Se estima una inflación general y núcleo para 2019 en 54,9% y 57,8%, respectivamente.
- Asimismo, se espera una inflación de 48% YoY para los próximos 12 meses (-0,3 pp con respecto al relevamiento previo) y de 30,5% para los próximos 24 meses (+0,5 pp).
- En cuanto a la tasa de política monetaria (Leliq), estiman que la misma sea de 79,0% para octubre (igual que el REM previo) y con tendencia decreciente hasta 73,0% en diciembre de 2019.
- Tipo de cambio nominal: para el mes de diciembre de este año en USDARS 65.
- Se proyecta un déficit fiscal primario para 2019 de -ARS 162,5 Bn y de -ARS 100 Bn para 2020.

La producción industrial se contrajo 6,4% YoY en agosto, acumulando 16 meses de caída consecutiva con una contracción de 8,1% en los primeros ocho meses del año. En términos mensuales la actividad manufacturera registró una contracción de 2,8% MoM.

Figura 8

PRODUCCION INDUSTRIAL (IPI MANUFACTURERO NIVEL GENERAL): serie original, desestacionalizada y tendencia-ciclo, base 2004=100, en números índice. Enero 2016-agosto 2019



Fuente: INDEC

La recaudación de septiembre estuvo por debajo de la inflación incrementándose 42,7% YoY a ARS 422.011,7 M, retomando este comportamiento luego que el mes anterior había roto dicha tendencia (según la AFIP). Los ingresos del fisco nacional quedaron casi 10 puntos por debajo de la inflación estimada para el período. Este crecimiento nominal en la recaudación tributaria fue impulsado principalmente por el impuesto a las ganancias, impuesto a los débitos y créditos, retención a las exportaciones, IVA, derechos de importación y seguridad social.

En agosto de 2019, el indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) muestra una caída de 5,9% YoY. La serie original con estacionalidad registra una suba en su nivel de 6,6% respecto al mes anterior. El acumulado de los primeros ocho meses de 2019 del índice serie original presenta una disminución de 8,0% YoY.

En los últimos 8 años la inversión cayó 25% y en los últimos 4 años la deuda pública subió en USD 75.000 M hasta alcanzar 95% del PIB, una proporción que limita las posibilidades de endeudamiento externo.

De acuerdo a la CAME, la producción de las Pymes industriales cayó 6,3% en agosto frente a igual mes del año pasado y en lo que va de 2019 el nivel de actividad fabril acumula un retroceso de 7,7% contra similar período. Asimismo, la producción subió 3% contra julio pasado, impulsado esencialmente por el desempeño de las empresas ligadas con el sector exportador.

El índice de pobreza se incrementó 35,4% en el 1°S19, registrando un incremento respecto al 27,3% del mismo período del año previo, y superior al 32,0% reportado en 2°S18 (según el INDEC). En tanto, la indigencia, entendida como los pobres cuyos ingresos ni siquiera les alcanza para comprar el mínimo de alimentación indispensable para la subsistencia, aumentó a 7,7% comparado con el 4,9% registrado en el 1°S18.

Según el Ministerio de Desarrollo, Industria y Comercio Exterior, el saldo del comercio bilateral de la Argentina con Brasil registró en septiembre un superávit de USD 81 M, acumulando USD 374M en los primeros tres trimestres del año. En este sentido, las exportaciones disminuyeron en agosto 16,7% YoY, mientras que las importaciones cayeron 24,9% YoY.

Según el ITE-FGA, la economía se contrajo en agosto 1,1% MoM y en los primeros ocho meses del año se acumuló una caída de 5,7%. Asimismo, añadieron que las primeras señales de septiembre también son negativas y cada vez se espera una caída mayor para el total del 2019. Incluso advierten que podría llegar a registrarse una de 5%.

De acuerdo a la UTDT, el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) cayó en septiembre 13,2% MoM interrumpiendo la recuperación iniciada en mayo.

ACARA reportó que el patentamiento de autos 0 km cayó en septiembre 32,1% YoY, una caída de 19,4% MoM.

El empleo asalariado formal en el sector privado cayó 2,1% YoY en julio.

Esta semana se publicará la cifra de capacidad instalada de agosto (dato del mes previo: 58,7%).

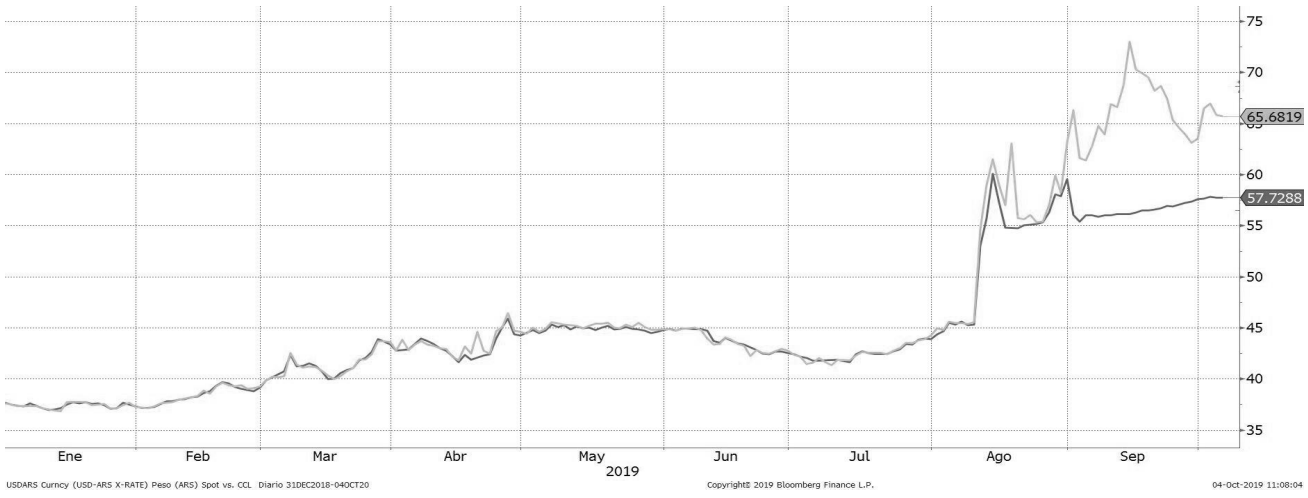
Se amplía la brecha cambiaria

El BCRA ha estado interviniendo en el mercado cambiario durante todas las jornadas de esta semana, pero no impidió que el tipo de cambio oficial haya tenido un incremento a lo largo de toda la semana a un promedio de 10 a 20 centavos por día y ya se encuentra en la zona de 57.72 pesos por dólar. Lleva vendidos USD 3.061 M de reservas internacionales desde las PASO hasta el 27/9.

Con vigencia el día 1 de octubre nuevas normas cambiarias y de CNV establecieron la necesidad de mantener 5 días los bonos que se liquidan contra dólares entre su compra y su transferencia, por lo que la brecha cambiaria se amplió nuevamente pasando de niveles del 10% a los actuales 14%. La brecha con el oficial probablemente siga incrementándose.

Figura 9

PESO ARGENTINO (PARIDAD USDARS): 9 meses, mercado mayorista y CCL, punta vendedora

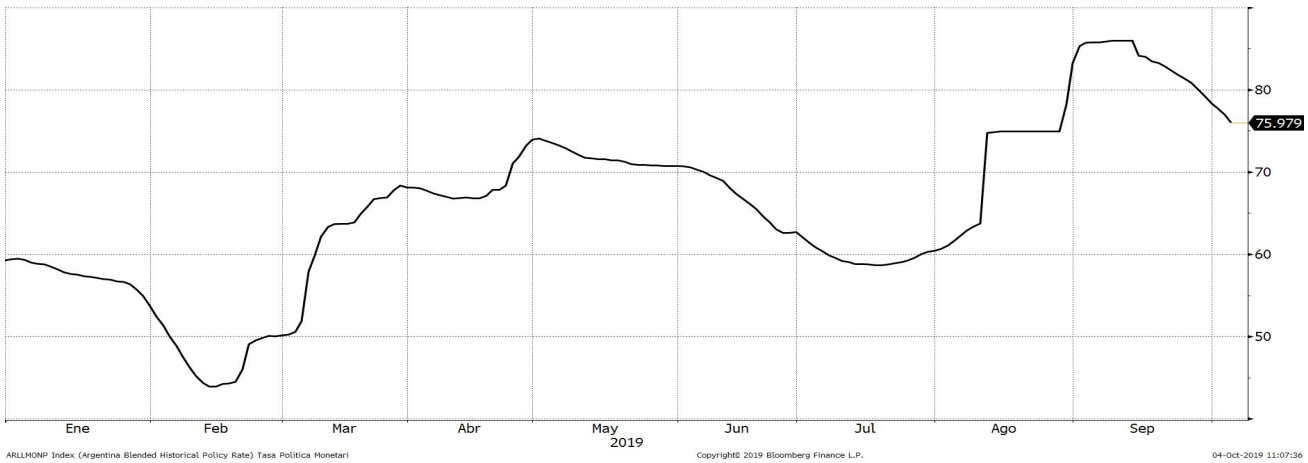


Fuente: Bloomberg

La tasa de política monetaria ya se redujo en unos 1000 pbs desde su pico de 86% a mediados de septiembre hasta el nivel actual de 75.979%. El piso de tasa para Leliqs para octubre es del 68%. El consenso del REM para fin de año es de una tasa de referencia de 65%. La tasa Badlar privada se ubica en 58.90%.

Figura 10

TASA DE POLÍTICA MONETARIA: 9 meses, en puntos porcentuales



Fuente: Bloomberg

Mercado local: Renta Fija

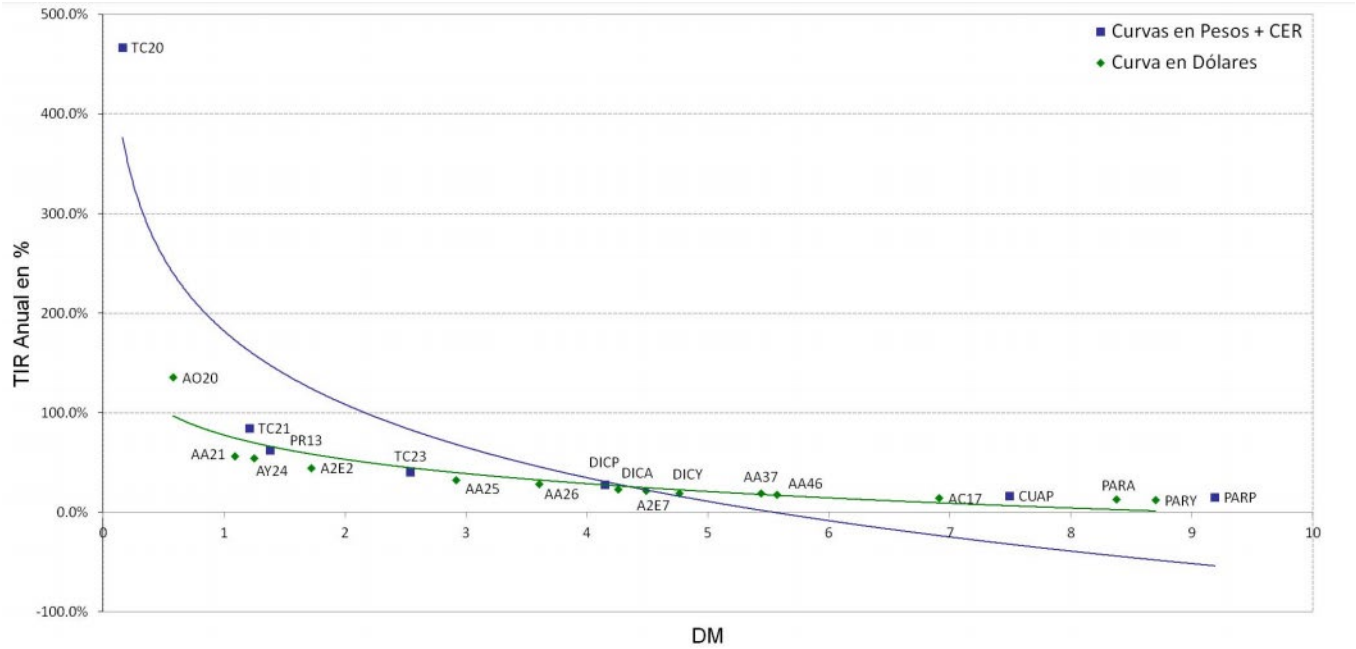
Otra moderada recuperación de precios: el impacto del tipo de cambio

Ha sido una semana de evolución de menor a mayor en los precios de los bonos soberanos, con un interesante repunte del tramo corto de legislación doméstica como el AO20 y el AY24. Esta nueva moderada recuperación de precios se debe en gran parte al impacto del tipo de cambio.

El volumen operado en el MAE en los últimos días se recuperó sensiblemente, operándose por encima de los USD 500 M diarios.

Otro tema positivo y no menor a tomar en cuenta es la significativa reducción en el spread de riesgo entre legislación doméstica respecto a la extranjera a juzgar por la siguiente curva de rendimientos:

Figura 11
CURVA DE RENDIMIENTOS SOBERANA EN PESOS Y EN DOLARES: TIR en porcentaje



Fuente: Bloomberg

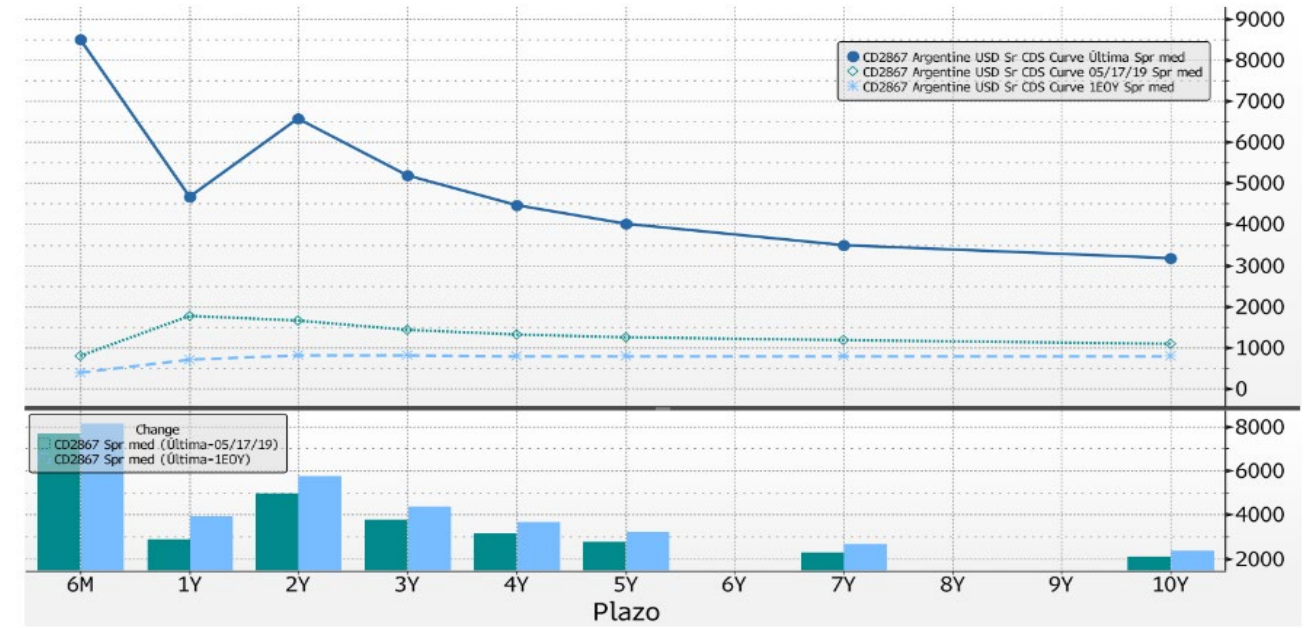
Los principales referentes políticos y económicos de la oposición vienen planteando e instalando en los medios la posibilidad de pagar la deuda copiando la reestructuración que realizó Uruguay en el año 2003. Que ya está hablado con los inversores internacionales, muchos de los cuales ya desfilaron por las oficinas de la calle México de Alberto Fernández acercando propuestas. El problema que vemos es que un simple reperfilamiento de plazos será difícil de lograr sin un fuerte ajuste fiscal de al menos 4 puntos porcentuales del PBI.

Argentina cosechó un magro superávit fiscal primario en los primeros meses, un requisito necesario, pero no suficiente para afrontar una carga de intereses por el pago de la deuda que se incrementó un 590% de un año a otro medido en el último mes medido en pesos por la devaluación y el incremento en el nivel de deuda. El pago de intereses requerirá de al menos 4 puntos porcentuales sobre el PBI, una tarea ardua de alcanzar con tantas necesidades insatisfechas, aumento de la pobreza y sobre todo una economía que sigue contrayéndose en el marco de una recesión que se agravó luego de conocido los resultados de las PASO.

Plantear la factibilidad de un reperfilamiento y no una reestructuración requerirá que Argentina cuente con un agresivo programa fiscal con un superávit primario que cubra los intereses, tal como ocurrió en Uruguay en el año 2002, que reperfiló exitosamente su deuda con acreedores externos con alargamiento de plazos y sin quita de capital o intereses.

Lo vemos difícil, sino imposible sin al menos una quita de capital e intereses con un año de gracias y un esquema step-up o de incrementos en los cupones escalonados. El mercado descuenta un 30% de quita de capital y 40% de los intereses, además de un reperfilamiento en los plazos de unos 5 años mínimo.
El riesgo país se ubica en torno a los 2150 puntos básicos y las paridades en el rango de 37 a 45% son consistentes con quitas de valor presente muy fuertes en caso de una restructuración. Los CDS siguen mostrando una curva invertida y a 5 años en torno a los 4000 puntos:

Figura 12
CURVA DE CREDIT DEFAULT SWAP DE ARGENTINA Y VARIACION: en puntos básicos



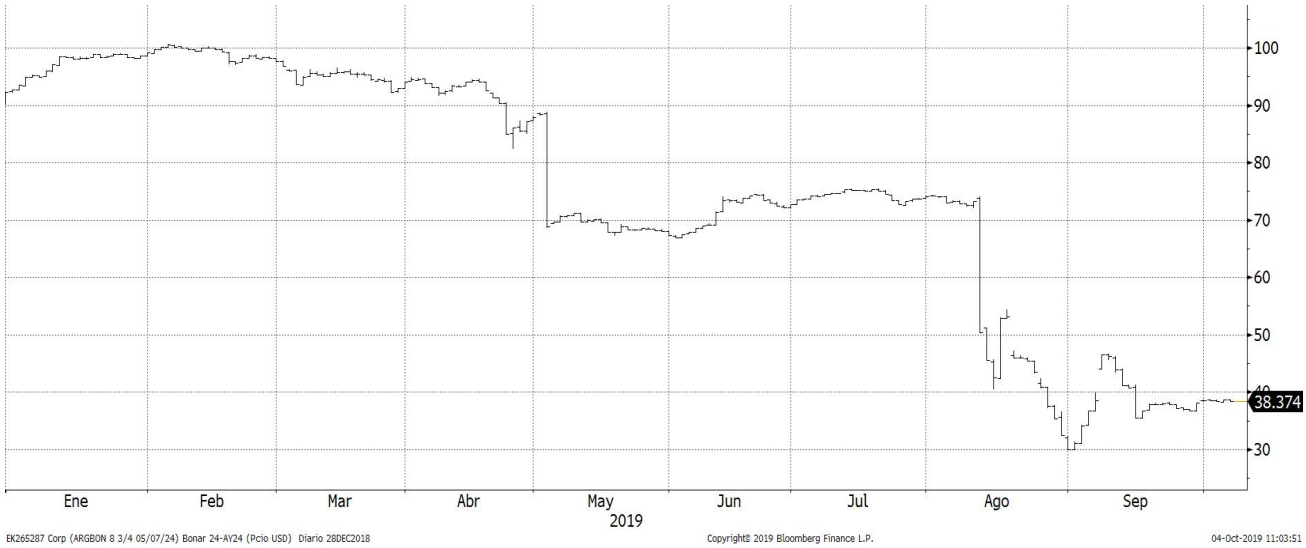
Fuente: Bloomberg

Las condiciones internacionales de baja en la tasa de interés de referencia de la mayoría de los bancos centrales ayuda, pero Argentina se encuentra envuelta en su propio ciclo.

Lo positivo es que las paridades en legislación local y extranjera convergieron, cuando antes había una prima a favor de la ley extranjera. Estos es el bono de referencia soberano de legislación doméstica más operado:

Figura 13

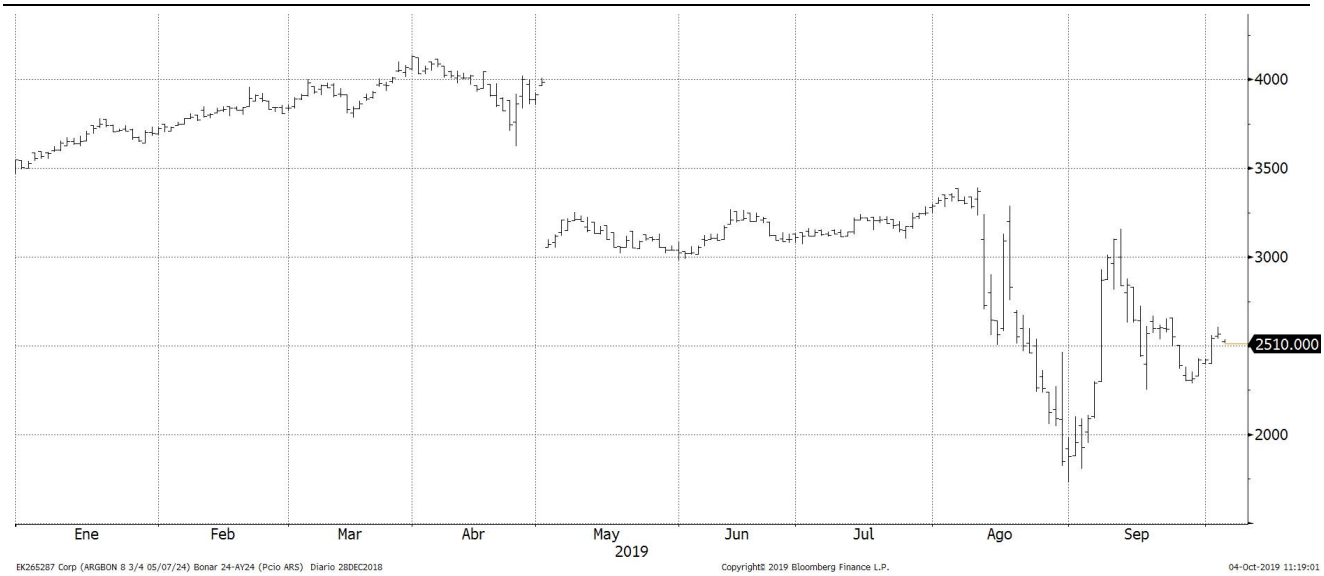
BONAR 8.75% 2024 (AY24) EN DÓLARES: 12 meses, precio en USD (OTC)



Fuente: Bloomberg

Figura 14

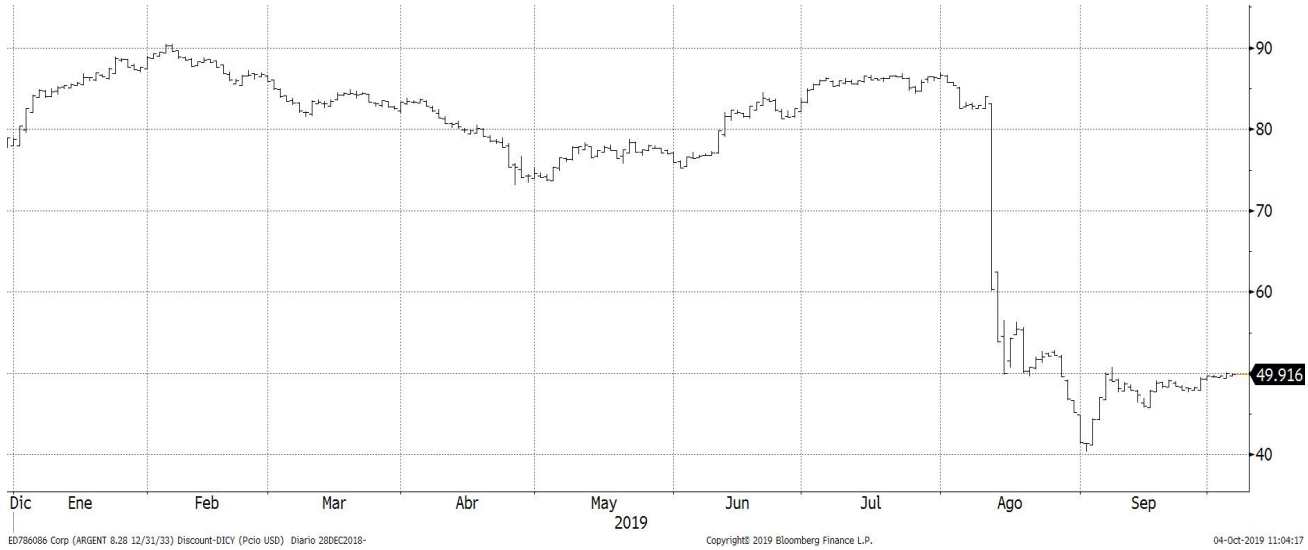
BONAR 8.75% 2024 (AY24) EN DÓLARES: 12 meses, precio en ARS (ByMA)



Fuente: Bloomberg

El Discount 8.28% 2033 (DICY) legislación extranjera tuvo poca volatilidad:

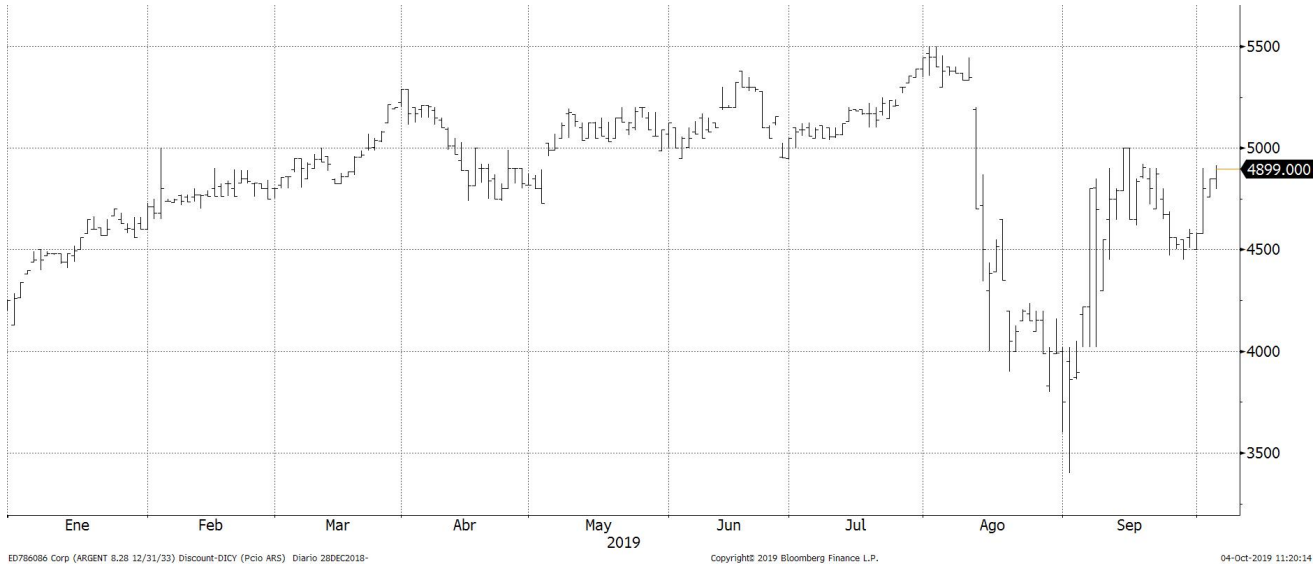
Figura 15
DISCOUNT 8.28% 2033 (DICY) EN DÓLARES: 12 meses, precio en USD (OTC)



Fuente: Bloomberg

En pesos en ByMA el bono se recuperó fuertemente por aumento del CCL:

Figura 16
DISCOUNT 8.28% 2033 (DICY) EN DÓLARES: 12 meses, precio en ARS (ByMA)

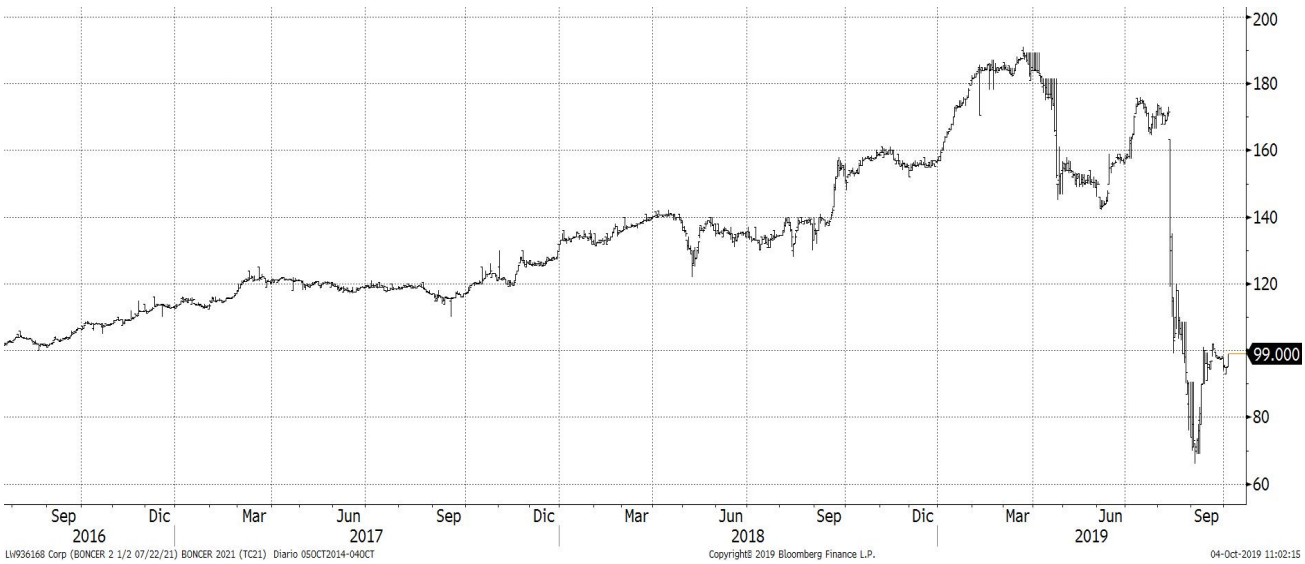


Fuente: Bloomberg

Los bonos corporativos de Argentina enfrentan este año pocos vencimientos, de unos USD 600 M en todo el año, que se elevarían a unos USD 1.600 M el año que viene. Recordamos que es importante saber que las restricciones para la transferencia de divisas para personas jurídicas siguen complicando el futuro cobro de este tipo de posicionamientos para aquellos bonos de legislación doméstica (que fueron emitidos aquí como mercado primario y que deben ser cobrados aquí). El caso de IRSA 2019 mostró el impacto de la regulación cambiaria impuesta por el BCRA. Su otro bono con vencimiento 2023 es legislación extranjera y no debería tener problemas la empresa para pagar dichos cupones y capital, ante las mismas condiciones actuales. El año que viene YPF posee los mayores vencimientos de deuda del mercado corporativo.

Los bonos en pesos tuvieron una recuperación en el último mes. La semana pasada se dieron movimientos erráticos, con bajas los primeros días, pero recuperación sobre el final de semana. La curva de rendimientos reales se encuentra bien negativa y empinada.

BONCER 2.5% 2021 (TC21) EN PESOS LIGADO AL CER: 3 años, precios en ARS



Fuente: Bloomberg

Se aleja la posibilidad de un reperfilamiento a la "uruguaya"

Los principales referentes políticos y económicos de la oposición vienen planteando e instalando en los medios la posibilidad de pagar la deuda copiando la reestructuración que realizó Uruguay en el año 2003. Que ya está hablado con los inversores internacionales, muchos de los cuales ya desfilaron por las oficinas de la calle México de Alberto Fernández acercando propuestas.

El problema es que no siempre lo que se quiere hacer se puede. Y muchas veces los mismos interesados en perder menos son los que aportaron soluciones poco creíbles con tal de registrar menos pérdidas.

Argentina cosechó un magro superávit fiscal primario en los primeros meses, un requisito necesario, pero no suficiente para afrontar una carga de intereses por el pago de la deuda que se incrementó un 590% de un año a otro medido en el último mes medido en pesos por la devaluación y el incremento en el nivel de deuda. El pago de intereses requerirá de al menos 4 puntos porcentuales sobre el PBI, una tarea ardua de alcanzar con tantas necesidades insatisfechas, aumento de la pobreza y sobre todo una economía que sigue contrayéndose en el marco de una recesión que se agravó luego de conocido los resultados de la elección primaria.

El FMI todavía tiene pendiente el desembolso de una cuota de 5.400 millones de dólares para la Argentina, que llegaría recién después de las elecciones del 27 de octubre. La quita a privados podría entrar en ese esquema de negociación. Excluida la deuda de corto plazo reperfilada, la deuda en bonos asciende a un equivalente a unos 105.000 millones de dólares restantes, sobre una deuda pública total al actual tipo de cambio de unos 307.000 millones. El FMI debería avalar una posible quita a privados si quiere asegurarse a futuro el recobro de su propio desembolso que alcanzaría los 57.000 millones en uno año.

Plantear la factibilidad de un reperfilamiento y no una reestructuración requerirá que Argentina cuente con un agresivo programa fiscal con un superávit primario que cubra los intereses, tal como ocurrió en Uruguay en el año 2002, que reperfiló exitosamente su deuda con acreedores externos con alargamiento de plazos y sin quita de capital o intereses.

Las condiciones internacionales de baja en la tasa de interés de referencia de la mayoría de los bancos centrales ayuda, pero Argentina se encuentra envuelta en su propio ciclo.

Uruguay realizó un "reperfilamiento" amistoso con sus acreedores en el momento en el que atravesaba una crisis de deuda derivada tanto de los problemas de la Argentina (tras el estallido de la Convertibilidad) como por problemas en su producción agropecuaria, entre otros factores.

Figura 17

URUGUAY: INDICADORES MACRO POST REPERFILAMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA

	PBI Real	Resultado Fiscal Primario (% PBI)	Deuda Pública Bruta (% PBI)
2002	-7,1%	0,3%	109,6%
2003	2,3%	3,1%	111,5%
2004	4,6%	3,9%	93,5%
2005	6,8%	3,9%	83,9%
2006	4,1%	3,5%	75,7%
2007	6,5%	3,6%	68,0%

Fuente: Bloomberg

Ante la imposibilidad de cumplir con los servicios de deuda, se les propuso a los acreedores postergar los vencimientos sin quita de capital y manteniendo la misma tasa de interés. La amenaza de un desordenado default como el que había declarado la Argentina ayudó a su aceptación y se evitaron así los conflictos y el aislamiento que genera un default.

Desde el 2003 a la actualidad Uruguay crece en forma ininterrumpida al 4,7%promedio anual le permitió reducir la tasa de pobreza del 40% en el 2003 al 8% de la población en la actualidad. Pero para lograr estos resultados, las administraciones uruguayas realizaron políticas fiscales estrictas, con una pronunciada contracción del gasto público, en particular de salarios y jubilaciones, aunque se enfocó en el rubro inversiones. Se sumó la aplicación de una política de ajuste de las tarifas públicas orientada a mejorar el resultado financiero de las empresas estatales. También bajó el personal ocupado por los incentivos al retiro anticipado dispuestos y tuvo lugar una pronunciada disminución de las horas extras. Se implementaron mejoras en la administración tributaria.

Los datos de la CEPAL arrojan que entre los años 2003 y 2007 tuvo superávits primarios –es decir, el resultado antes del pago de intereses de deuda– equivalentes al 2,3% del PBI promedio anual y entre el 2008 y el 2012 los excedentes primarios fueron 1,3%: es decir hubo una década de superávit fiscal.

Mercado local: Renta Variable

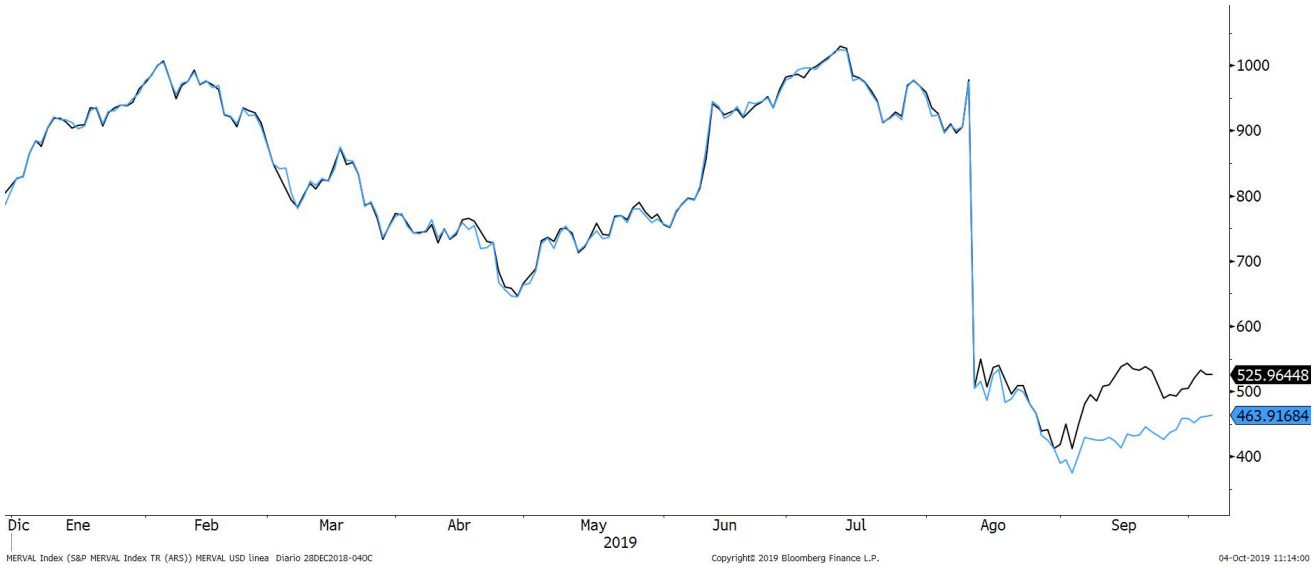
Fuerte suba en pesos: suba de precios e impacto del tipo de cambio

En las últimas cuatro ruedas el S&P Merval registró comportamiento positivo, en un contexto en el que los inversores se mantiene atentos a las cuestiones políticas en medio de la incertidumbre sobre las elecciones presidenciales que se disputaran a finales de mes.

Asimismo, la perfomance del principal índice accionario se debió al incremento significativo del contado con liquidación, ante las nuevas restricciones del BCRA que impuso a los minoristas para frenar los giros de divisas a cuentas de inversión, así como la obligación de mantener en carteras por un corto período los activos adquiridos que buscaban beneficios rápidos en dólares.

De esta manera, el S&P Merval ganó 6% y se ubicó en los 31.816,50 puntos. En dólares la suba también se dio, pero la brecha entre las dos valuaciones, mayorista y CCL se amplió.

Figura 18
S&P MERVAL: en pesos, acumulado del año



Fuente: Bloomberg

Las acciones que mejor comportamiento tuvieron la semana pasada fueron las de Transportadora de Gas del Norte (TGNO4) +24,5%, Telecom Argentina (TECO2) +11,7%, Holcim Argentina (HARG) +11,3%, Pampa Energía (PAMP) +10,5% y Ternium Argentina (TXAR) +9,5%, entre las más importantes.

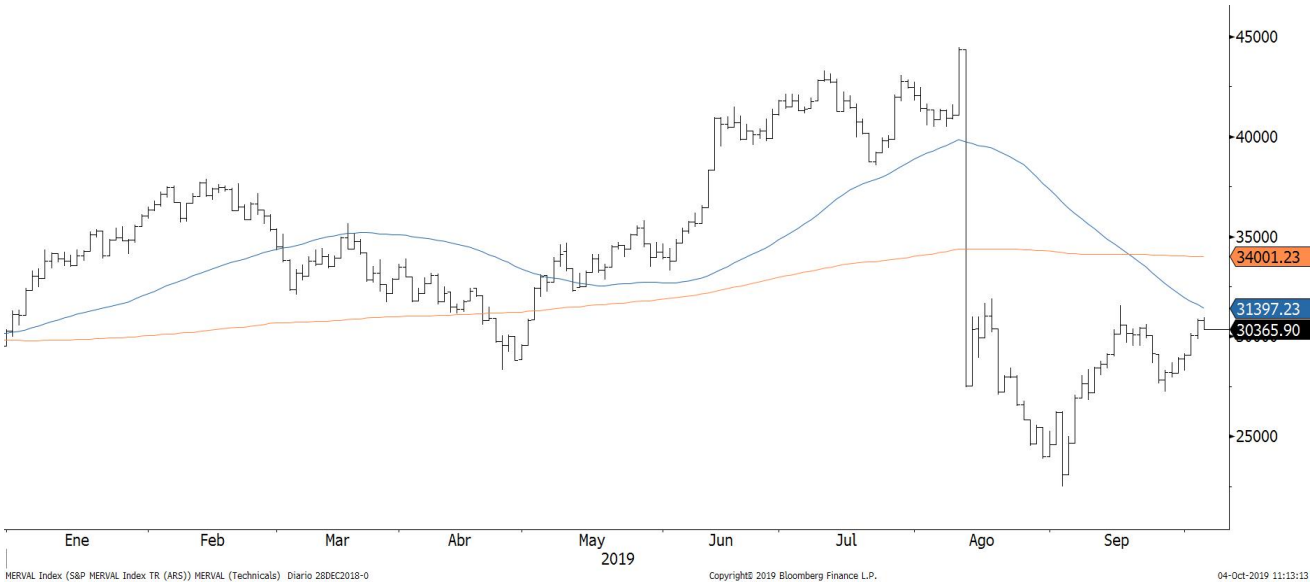
Solamente registraron comportamiento negativo las siguientes acciones Sociedad Comercial del Plata (COME) -1,3%, Cresud (CRES) -0,8% y Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) -0,2%.

Petrobras dejará de cotizar el 4 de noviembre, pero se listará su CEDEAR a partir de hoy lunes.

El volumen operado en acciones marcó tendencia al alza y alcanzó los ARS 3.234,1 M, mientras que en Cedears se negociaron ARS 926,1 M.

Técnicamente, el objetivo de la media de las 50 ruedas es el objetivo inmediato.

Figura 19
S&P MERVAL: en pesos, acumulado del año



Fuente: Bloomberg

Figura 20
YPF (YPFD AR): en pesos, 12 meses

Fuente: Bloomberg

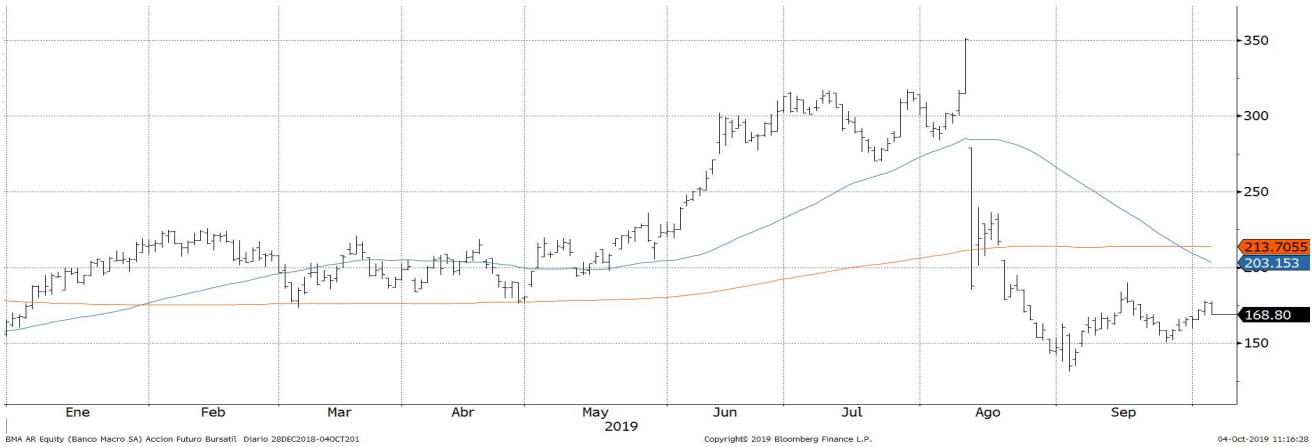
Figura 21

GRUPO FINANCIERO GALICIA (GGAL): en pesos, 12 meses

Fuente: Bloomberg

Figura 22

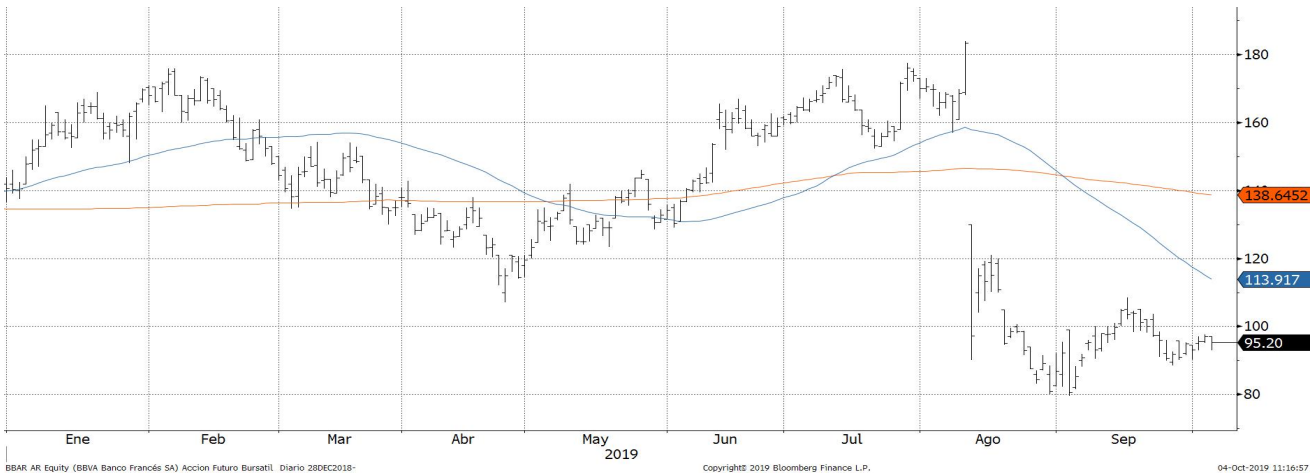
BANCO MACRO (BMA): en pesos, acumulado del año



Fuente: Bloomberg

Figura 23

BBVA (BBVA AR): en pesos, acumulado del año



Fuente: Bloomberg

DISCLAIMER

Este reporte ha sido confeccionado por RIG Valores S.A. sólo con propósitos informativos y su intención no es la de ofrecer o solicitar la compra/venta de algún título o bien. Este informe contiene información disponible para el público general y estas fuentes han demostrado ser confiables. A pesar de ello, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones son a la fecha de hoy y pueden variar. El valor de una inversión ha de variar como resultado de los cambios en el mercado. La información contenida en este documento no es una predicción de resultados ni se asegura ninguno. Este reporte no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Antes de realizar una inversión, los potenciales inversores deben asegurarse que comprenden las condiciones de inversión y cualquier riesgo asociado. Este informe es confidencial y se encuentra prohibido reproducir este informe en su totalidad o en alguna de sus partes sin previa autorización de RIG Valores S.A.

This report was prepared by RIG Valores S.A. for information purposes only, and its intention is not to offer or to solicit the purchase or sale of any security or investment. This report contains information available to the public and from sources deemed to be reliable. However, no guarantees can be made about the exactness of it, which could be incomplete or condensed. All opinions and estimates are given as of the date hereof and are subject to change. The value of any investment may fluctuate as a result of market changes. The information in this document is not intended to predict actual results and no assurances are given with respect thereto. This document does not disclose all the risks and other significant issues related to an investment in the securities or transaction. Prior to transacting, potential investors should ensure that they fully understand the terms of the securities or transaction and any applicable risks. This document is confidential, and no part of it may be reproduced, distributed or transmitted without the prior written permission of RIG Valores S.A.