

## Reporte Semanal de Coyuntura de Mercados (n°337)

# Martín Guzmán a Economía: se aguardan las primeras medidas esta semana, con el desafío de encarar cuanto antes la renegociación de la deuda pública

Ha sido un buen cierre de semana de la mano de la data de empleo de EE.UU. que superó por mucho al consenso, alejando los temores a una recesión, lo que evitaría que la Fed reduzca su tasa de referencia en 2020. Además Kudlow dijo que se estaban acercando a un acuerdo comercial con China, a pocos días de imponer aún más aranceles a sus productos chinos. El VIX tuvo una baja a la zona de 13% al final de la semana luego de alcanzar los 18 puntos. Buena performance y recuperación de las bolsas emergentes. El dólar cerró en baja. Realizamos en este reporte una actualización del mercado del petróleo. Si bien Brasil se mantuvo al margen de las revueltas (por ahora), se reestimó a la baja el crecimiento y el real cayó a la zona de USDBRL 4,20.

No hubo sorpresas en los nombramientos del Gabinete: se confirmó como ministro de Economía a Martín Guzmán, un heterodoxo que prefiere una negociación rápida de la deuda con los acreedores externos de Argentina con postergación de los pagos de intereses de hasta tres años (sin quita) para antes reactivar la actividad. Se aguardan las primeras medidas del “Plan Verano” para este miércoles. La relativa tranquilidad del dólar oficial contrasta con las dificultades en la macroeconomía a encarar, aunque la brecha cambiaria volvió a subir hasta superar 30%. Apremia un plan para las Letras cortas (en ARS y en USD), luego de los primeros contactos realizados con grandes inversores institucionales locales. Las tasas de interés siguen su curso bajista, claro desincentivo al ahorro. Entre las medidas a tomar durante el verano, se especula sobre un aumento de la emisión monetaria para cubrir vencimientos y gastos de fin de año, cepo vía impuesto al turismo, tasas de préstamos subsidiados para Pymes, aumento de salarios y jubilaciones más bajos, congelamiento de precios y aumento de impuestos (Bienes Personales, retenciones a las exportaciones y a ganancias extraordinarias de bancos por Leliqs). Según el REM, el PIB para 2019 caería -2,8% (-0,2 pp), manteniendo el pronóstico para 2020 en -1,7%, con una inflación de 54,6% y 43,0% respectivamente. Se proyecta un déficit fiscal primario para 2019 de -ARS 173,8 Bn y de -ARS 200 Bn para 2020. Los bonos volvieron a caer, en especial el AY24. Las acciones, en cambio, tuvieron una suba de más del 4%, aunque no así medida en dólares CCL. Los aranceles aplicados por Trump a las exportaciones de acero y aluminio de Argentina impactaron en ALUA y TXAR.

# INDICE

**INDICE .....2**

**MERCADOS INTERNACIONALES.....3**

BUEN CIERRE DE SEMANA DE LA MANO DE LA DATA DE EMPLEO .....3

INDICADORES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL G3 Y LATINOAMÉRICA.....8

EE.UU.....8

EUROPA .....8

ASIA.....8

LATINOAMERICA .....8

**MERCADO LOCAL: MACROECONOMÍA ..... 10**

CONOCIDO EL GABINETE, SE AGUARDAN LAS PRIMERAS MEDIDAS ECONÓMICAS .....10

REPASO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA .....11

VOLVIÓ A AMPLIARSE LA BRECHA CAMBIARIA .....12

**MERCADO LOCAL: RENTA FIJA ..... 13**

EL MOMENTO DE ENCARAR LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SE ACERCA .....13

BONOS EN CAÍDA Y AUMENTO DEL SPREAD POR LEGISLACIÓN.....14

**MERCADO LOCAL: RENTA VARIABLE ..... 17**

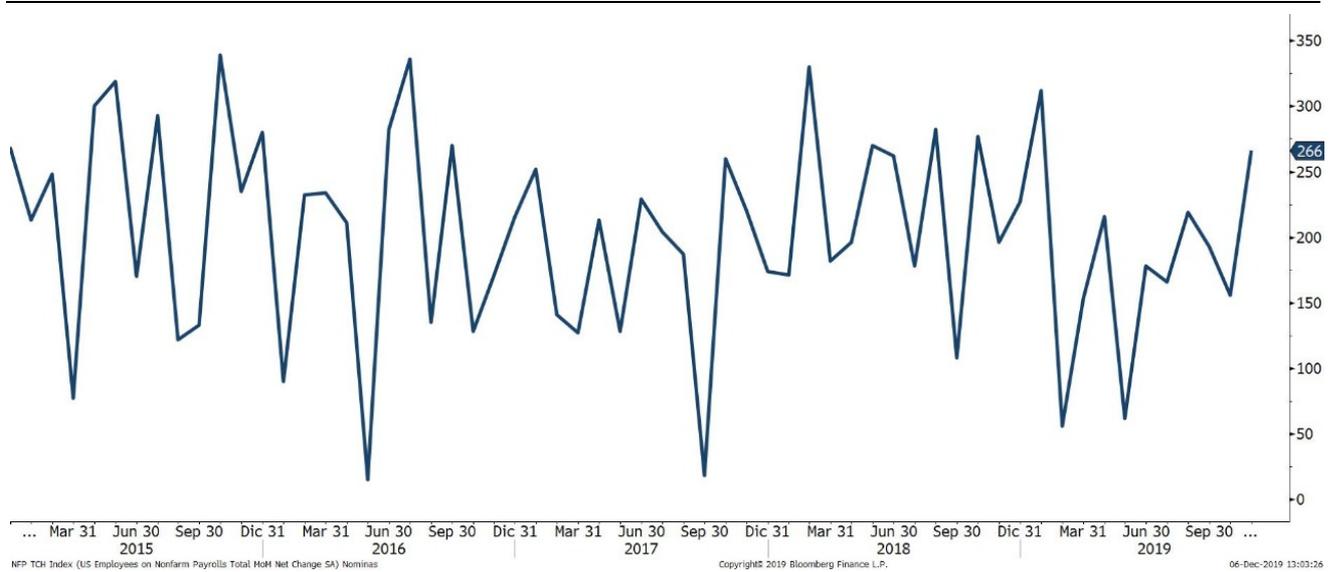
SUBA EN PESOS Y BAJA EN DÓLARES CCL: A LA ESPERA DE LAS PRIMERAS MEDIDAS.....17

# Mercados Internacionales

## Buen cierre de semana de la mano de la data de empleo

Ha sido un buen cierre de semana de la mano de la data de empleo: el índice S&P 500 terminó las últimas cinco ruedas estable. El repunte sobre el final de la semana se da luego de conocerse que la economía de EE.UU. agregó 266.000 empleos netos nuevos en noviembre, superando el consenso de 187.000, con un fuerte impacto en los rendimientos del Tesoro norteamericano, que subieron a sus máximos de sesión. Si siguen estos fuertes datos, se evitaría que la Fed reduzca su tasa de referencia en 2020.

Figura 1  
 CREACIÓN DE EMPLEOS NO AGRICOLAS EN EEUU, en miles, mensual, 2015-2019



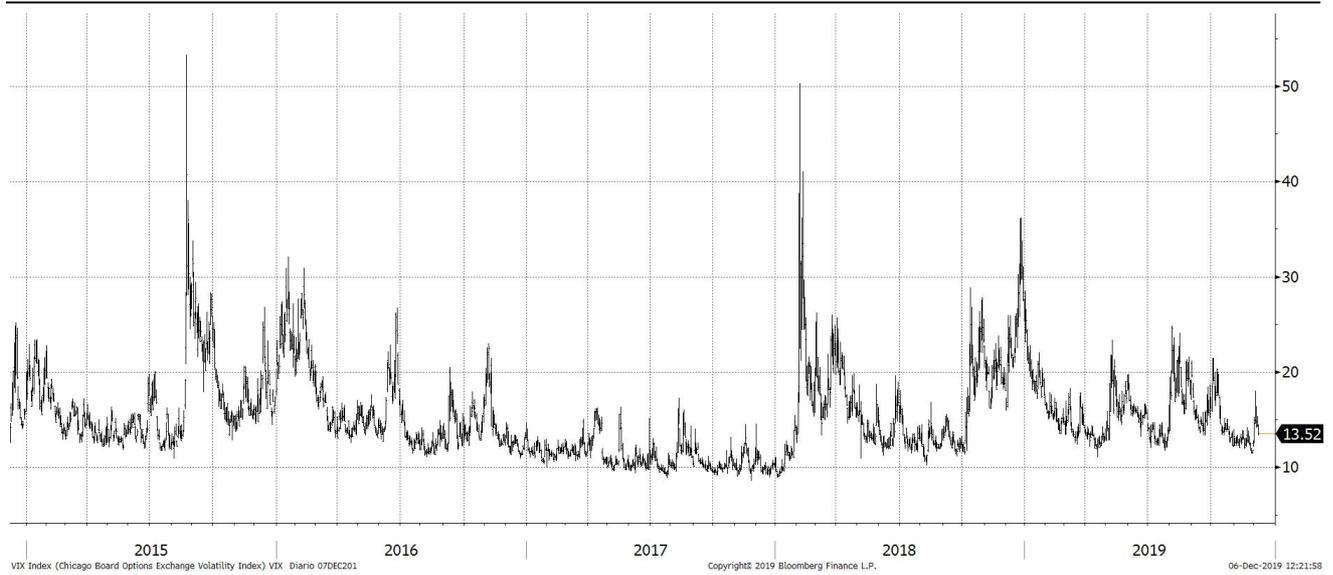
Fuente: Bloomberg

Por otro lado, el jueves Larry Kudlow dijo que las dos economías más grandes del mundo se estaban acercando a un acuerdo comercial, pero que a su vez estaban dispuestos a retirarse si no lograban las condiciones que deseaban.

Sus comentarios se producen cuando los inversores continúan monitoreando de cerca la posibilidad de un llamado acuerdo comercial de fase uno, con menos de 10 días para que Washington esté listo para imponer aún más aranceles a los productos chinos. Los aranceles sobre otros USD 156 Bn en productos chinos entrarán en vigencia el 15 de diciembre. China no parece ceder ya que le aplicó a EE.UU. nuevos aranceles de importación a algunos envíos estadounidenses de carne de cerdo y soja. Ambos países han estado involucrados en una guerra comercial durante casi dos años, generando así un constante clima de incertidumbre para los mercados.

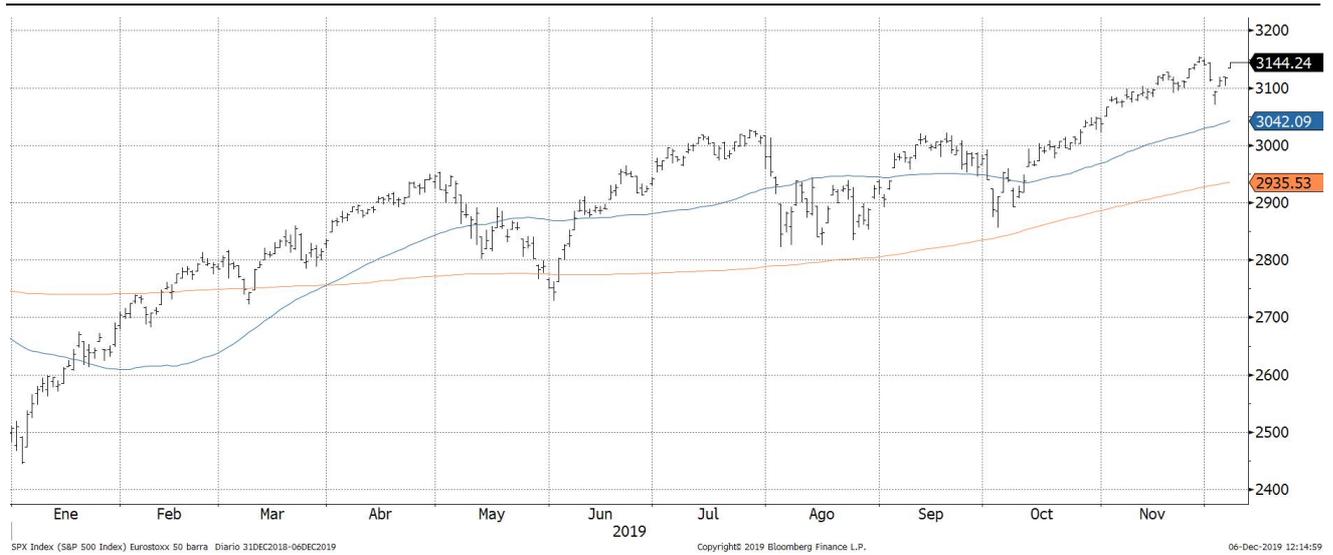
El VIX tuvo una baja a la zona de 13% al final de la semana luego de alcanzar los 18 puntos.

Figura 2  
INDICE VIX: en porcentaje, mensual, 2015-2019



Fuente: Bloomberg

Figura 3  
INDICE S&P 500: 2019



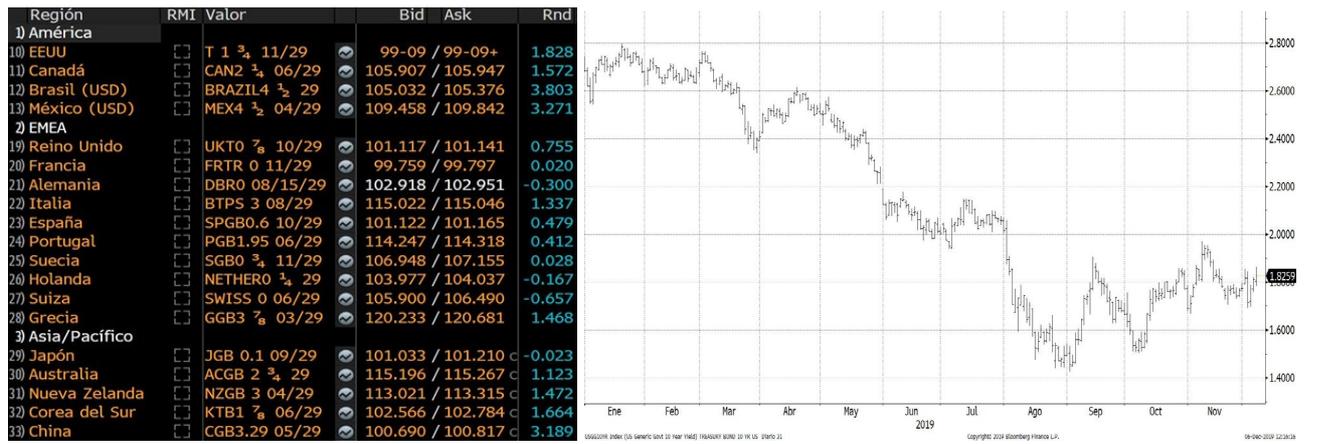
Fuente: Bloomberg

En Europa, el índice Euro Stoxx 50 registró un retroceso de -0,4% en euros.

Buena performance y recuperación de los emergentes: China fue la ganadora con el índice CSI 300 subiendo +1,9% en yuanes y el índice Bovespa de Brasil cerró la semana avanzando +2,8% en reales y +4,3% en dólares.

Los rendimientos de USTreasuries se recuperaron mucho el viernes luego del buen dato de nóminas no agrícola y de la baja tasa de desempleo de la economía norteamericana.

Figura 4  
RENDIMIENTO DE BONOS A 10 AÑOS y UST10Y de EEUU: en porcentaje

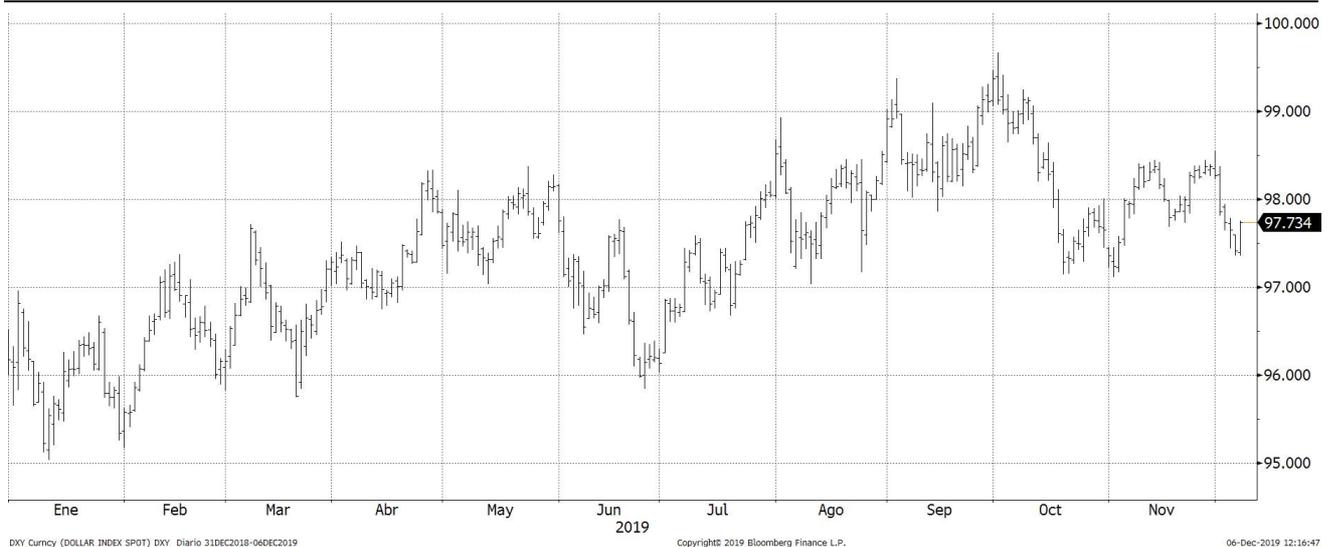


Fuente: Bloomberg

El dólar cerró en baja, en una semana con su peor performance desde mediados de octubre.

Tanto el euro como la libra esterlina (que alcanzó niveles máximos de dos años y medio luego que las encuestas confirmaron que el primer ministro Boris Johnson ganaría por mayoría en las elecciones de la próxima semana) se apreciaron.

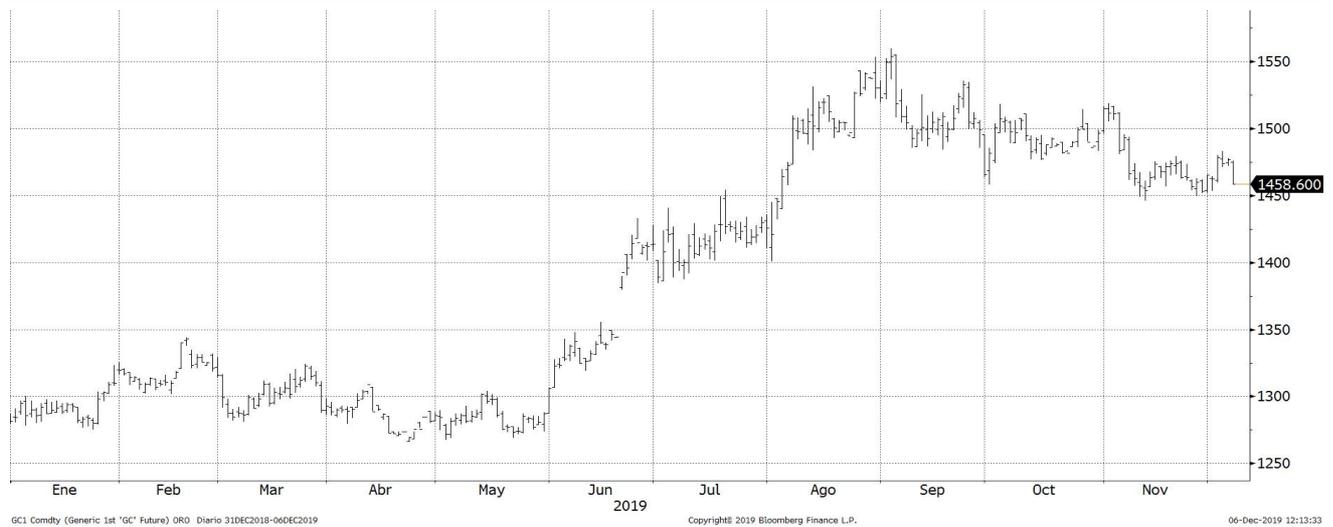
Figura 5  
INDICE DXY: acumulado del año



Fuente: Bloomberg

El oro finalizó con ligeras pérdidas, producto del optimismo comercial, y tras la publicación de datos de empleo de EE.UU. que renovaron las expectativas que la Fed mantendría las tasas de interés. Esto en consecuencia aumentó la demanda de activos más riesgosos.

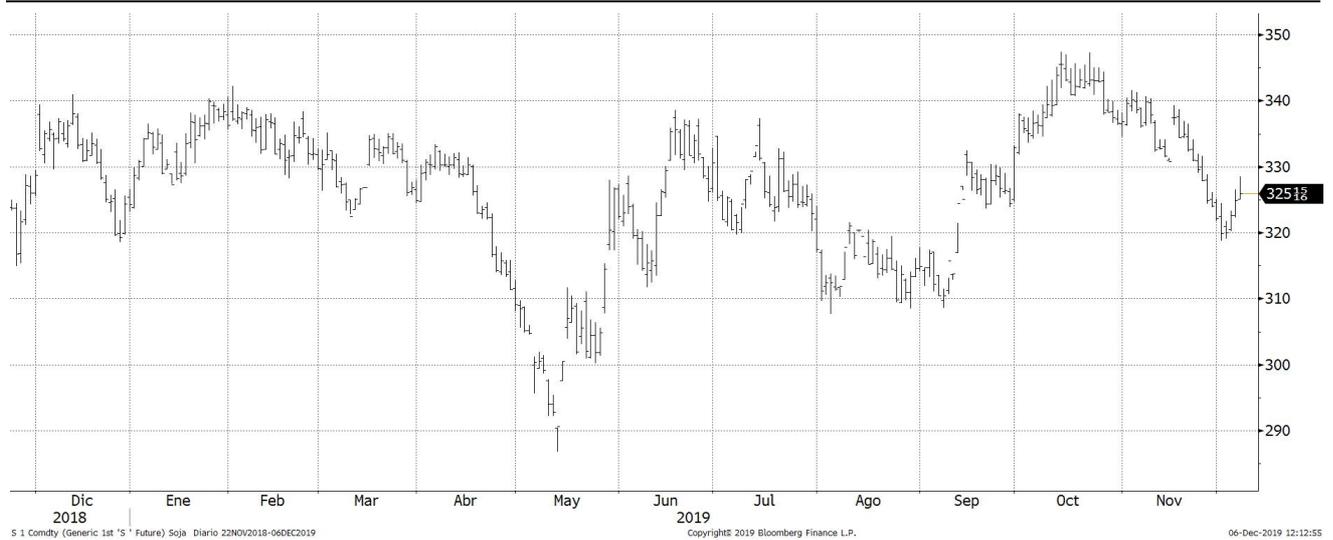
Figura 6  
ORO: en USD por onza, acumulado del año



Fuente: Bloomberg

La soja subió en el marco de expectativa por un acuerdo comercial entre EE.UU. y China. Las perspectivas de cosecha en Sudamérica limitan las ganancias.

Figura 7  
SOJA: en USD por tonelada, acumulado del año

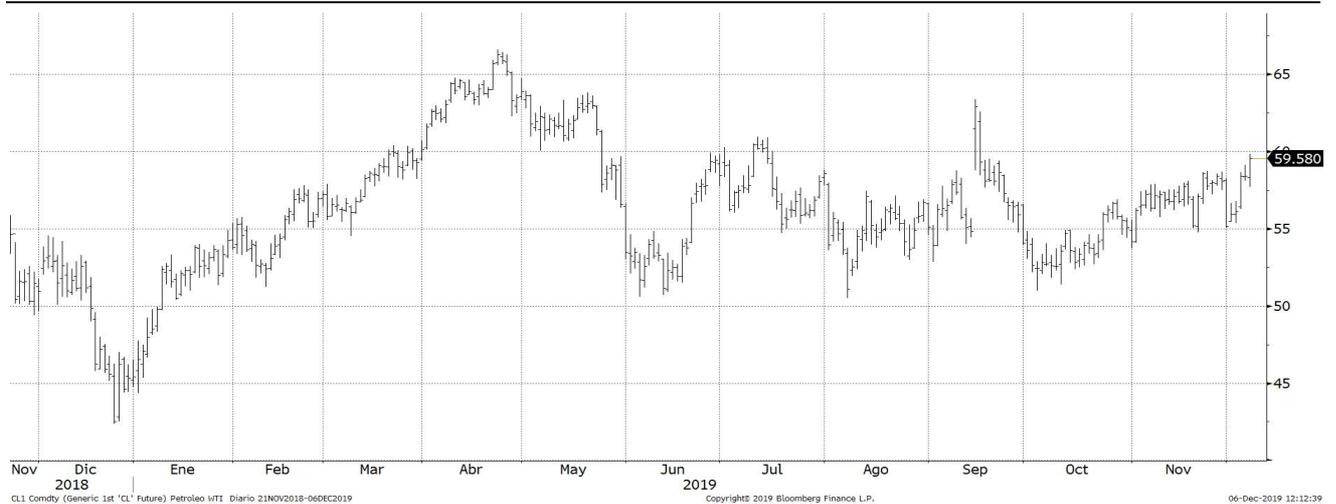


Fuente: Bloomberg

El petróleo cerró en alza, luego que la OPEP y sus aliados acordaron profundizar los recortes de producción de petróleo en 500.000 barriles adicionales por día hasta marzo de 2020. Esto llevaría el recorte de producción total a 1,7 millones de barriles por día.

El precio del petróleo ha ido recuperándose en los últimos meses.

Figura 8  
**PETROLEO: en dólares por barril de WTI, 12 meses**



Fuente: Bloomberg

Analizando el mercado de futuros del petróleo, se observa un deterioro esperado en la cotización del petróleo desde los USD/bbl 55,50 actuales hasta los USD/tn 50,50 para mediados de 2023, teniendo en cuenta los precios de los contratos de futuros. A partir de este dato, se infiere que los ingresos de Petrobras en dólares se verían limitados ante la tendencia bajista que descuenta el mercado.

La AIE dio a conocer en su último reporte del 15 de noviembre que la demanda de petróleo se incrementó 1,1 millones de bpd en el 3ºT19, es decir más del doble de los 435 kbpd observados en el 2ºT19. La demanda de China registró un crecimiento de 640 kbpd interanual en el 3ºT19, siendo el mayor contribuyente al crecimiento de la demanda mundial. Se espera que para el 4ºT19 se incremente la demanda en 1,9 millones de bpd, beneficiándose de una base comparativa más baja con relación a 2018, precios más bajos del crudo y una fuerte demanda por parte del sector petroquímico en EE.UU. El pronóstico de crecimiento de la demanda para 2019 y 2020 no ha cambiado y se mantiene en 1 millón de bpd y 1,2 millones de bpd respectivamente. Para 2019 esto refleja cambios con relación a 2018 y para 2020 sería consecuencia de una perspectiva de PIB mundial más bajo.

En cuanto a la oferta mundial de petróleo, la misma se incrementó en octubre 1,5 millones de bpd a 101 millones de bpd luego que la producción de Arabia Saudita volvió a la normalidad, sumado a los aumentos de Noruega, Canadá y EE.UU. La OPEP en su último informe del 14 de noviembre, mantuvo su pronóstico de crecimiento de la demanda mundial de petróleo para 2019 a 0,98 millones de bpd, para alcanzar los 99,8 millones de bpd. Para 2020, la estimación inicial indica un incremento de 1,08 millones de bpd (iguales a las del mes previo), ya que se prevé que la demanda mundial supere la barrera de los 100 millones de bpd, para totalizar un promedio de 100,88 millones de bpd. La AIE estima un potencial exceso de oferta para el año 2020 con una expansión de 2,3 millones de bpd de suministro no perteneciente a la OPEP, frente a los 1,8 millones de bpd de 2019. Esto reducirá el requisito de crudo de la OPEP, con lo cual el suministro por parte del cartel petrolero caería a 28,9 millones de bpd en 2020.

## Indicadores de actividad económica del G3 y Latinoamérica

### EE.UU.

La semana pasada, cayó levemente el índice ISM manufacturero en noviembre (48,1 vs 48,3 previo). Se redujo fuerte el cambio de empleo ADP en noviembre (67k vs 121k). El índice ISM no manufacturero se contrajo en noviembre, mientras que cayeron los inventarios de crudo en la última semana más de lo esperado. Las peticiones iniciales por desempleo cayeron en la última semana más de lo esperado (203k vs 213k).

Esta semana, EE.UU. dará a conocer el IPC, los inventarios de crudo, IPP y peticiones iniciales de desempleo. Por otro lado, se conocerán los índices de precio de importación y exportación, y las ventas minoristas.

### EUROPA

La semana pasada, mejoraron los índices PMI Markit manufacturero de noviembre en Alemania, Reino Unido y la Unión Europea (revisión final). El índice de precios al productor de la Eurozona sufrió en octubre un retroceso mayor al previsto. Los índices PMI Markit composite de Alemania, la Eurozona y el Reino Unido mostraron leves alzas en noviembre, mientras que cayó en Francia (revisión final). Continuaron cayendo las órdenes de fábricas de Alemania en octubre (-5,5% YoY vs -5% previo). El PIB de la Eurozona mantuvo su ritmo de crecimiento en el 3ºT19 (1,2% YoY revisión final).

Esta semana, el Reino Unido dará a conocer su PBI mensual, datos de la producción industrial y de la inflación. Por el lado de Alemania, se conocerán los datos de la encuesta ZEW y del IPC. Por último, la Eurozona publicará datos de la producción industrial y el tipo de refinanciación del BCE.

### ASIA

La semana pasada, mejoraron levemente los índices PMI Jibun Bank (Japón) y Caixin (China) manufacturero en noviembre. Los índices PMI Jibun Bank (Japón) y Caixin (China) composite y servicios registraron resultados dispares en noviembre (revisión final). El índice líder CI de Japón se mantuvo estable en octubre (91,8 preliminar vs 91,9 previo).

Esta semana, China dará a conocer el IPC, mientras que Japón las ordenes de máquinas, índice manufacturero de Tankan. Por otro lado, en Japón se conocerán los índices de fabricación también de Tankan.

### LATINOAMERICA

La reciente inestabilidad observada en Latinoamérica se evidencia primero por las protestas masivas en Bolivia, Chile, Colombia, Honduras, Haití y Ecuador, así como el triunfo de Fernández en Argentina,) han estado provocando una caída en las monedas de la Región y un aumento de riesgo, perjudicando las proyecciones de la actividad económica.

Si bien Brasil se mantuvo al margen de las revueltas (por ahora), se reestimó a la baja el crecimiento del año que viene y se dio un debilitamiento de la confianza de los mercados respecto a la solidez de las reformas impulsadas por Bolsonaro y de la recuperación económica del país.

Así, el real brasileño cayó a la zona de USDBRL 4,20, su menor valor desde que se lanzó el Plan Real que detuvo la hiperinflación en 1994. De esta forma, el real viene perdiendo terreno contra el dólar casi sin pausa desde hace ocho años. El Banco Central estaría dispuesto a bajar su tasa de interés Selic en otros 50 puntos básicos a un nuevo mínimo histórico de 4,50%.

Figura 9  
PARIDAD USDBRL: 10 años



Fuente: Bloomberg

La tasa de desempleo de Brasil bajó al 11,6% en el trimestre finalizado en octubre en relación al trimestre previo, lo que representó 12,4 millones de personas desocupadas. Brasil corre el riesgo de perder su derecho de voto en Naciones Unidas si no paga los USD 400 M que debe. Por último, la producción industrial creció 0,8% en octubre pasado respecto a septiembre, el tercer mes seguido de crecimiento y el mejor resultado para el décimo mes del año desde 2015, cuando avanzó 1,5%.

En Chile la actividad económica cayó 3,4% YoY en octubre, afectada por un desempeño negativo de servicios, comercio y manufactura, según el Banco Central. El gobierno presentó un plan de recuperación de la economía que a su vez busca protección del empleo por USD 5.500 M, de los que unos USD 2.400 M se destinarán a infraestructura. Se espera que con estas medidas haya 100 mil nuevos empleos en 2020. Por otro lado, Piñera anunció el envío de un proyecto de Ley al Congreso Nacional para entregar en diciembre de 2019 un bono por única vez que llegaría, en promedio, a los USD 118,2 por familia, a modo de beneficiar a un total de 1.336.000 hogares con el fin de apaciguar la crisis política y social.

El desempleo en Colombia subió a 10,4% en octubre comparado a septiembre. El Gobierno espera que la economía se expanda 3,6% en el 2019 desde el 2,6% en el año previo. El ingreso por las exportaciones bajó 11,9% YoY en octubre debido a los menores precios de petróleo y carbón.

En México y para el mes de noviembre, los empresarios moderaron por quinta vez consecutiva su confianza en la economía. Las remesas en octubre aumentaron 3,6% YoY, según el Banco de México (Banxico).

El FMI rebajó nuevamente las previsiones de crecimiento económico de Perú a 2,5% este año, frente al 2,6% estimado en octubre, y para 2020, redujo su estimación a 3,25% desde el 3,6% previo.

Esta semana Brasil publicará datos del IPC, ventas minoristas, y de la tasa Selic. Por otro lado Chile dará a conocer la balanza comercial, total de exportaciones, mientras que Colombia la producción manufacturera y las ventas minoristas. Por el lado de México, publicará el IPC y producción industrial.

## Mercado local: Macroeconomía

Conocido el Gabinete, se aguardan las primeras medidas económicas

**Se confirmó el nombramiento como ministro de Economía de Martín Guzmán, un heterodoxo que prefiere por una negociación rápida por la deuda con los acreedores externos de Argentina, pero con postergación de los pagos para antes reactivar la actividad.**

**Matías Kulfas ocupará la cartera de Producción. Santiago Cafiero será jefe de Gabinete, Eduardo de Pedro irá como ministro del Interior, y Felipe Solá fue elegido como ministro de Relaciones Exteriores.**

***Ya conocido el Gabinete, se aguardan las primeras medidas económicas para el día miércoles luego de la asunción de Alberto Fernández de mañana martes.***

La relativa tranquilidad del dólar oficial contrasta con las dificultades en la macroeconomía a encarar. Aún con voluntad, hay muchos límites marcados por la situación estructural y coyuntural.

Apremia un plan para las Letras cortas (en ARS y en USD), luego de los primeros contactos realizados con grandes inversores institucionales locales. Pero aún existe mucha incertidumbre respecto al reperfilamiento/reestructuración de los bonos (ver sección siguiente).

Las tasas de interés siguen su curso bajista, con un claro desincentivo al ahorro.

Entre las principales medidas a tomar durante el verano, se especula sobre:

- Aumento de la emisión monetaria para cubrir vencimientos y gastos de fin de año y circulación para reactivar la economía.
- Mas cepo vía impuesto al turismo (¿25-30% de alícuota?)
- Tasas de préstamos subsidiados para Pymes.
- Percepciones de jubilados, beneficiarios de planes sociales y trabajadores de salarios bajos aumentarían un 30%: ¿plan de los ARS 100.000 M? La idea es que se vuelque al consumo
- Resto de los trabajadores: se esperará a que sean las negociaciones paritarias las que determinen los incrementos salariales. El único requisito es que haya cláusula gatillo (empaten la inflación)
- Congelamiento de precios (¿6 meses?)
- Aumento de impuestos:
  - ¿Bienes Personales al 1,5%? ¿Alícuota diferencial para los que blanquearon o con activos afuera? ¿Premio a la tenencia de bonos argentinos?
  - Aumento de retenciones a las exportaciones, con el objetivo de recaudar USD 2 Bn.
  - ¿Impuesto a las ganancias extraordinarias de las Leliqs a los bancos?

## Repaso de la actividad económica

Según el REM de noviembre del BCRA, el mercado corrigió sus proyecciones para el PIB para 2019 a -2,8% (-0,2 pp), manteniendo el pronóstico para 2020 en -1,7% y disminuyendo la expectativa de crecimiento para 2021 a 1,5%. En tanto, estiman una inflación general y núcleo para este año en 54,6% y 58,1%, respectivamente. Para 2020 la expectativa de inflación general y núcleo se ubicó en 43% y 44,1%. Se espera una inflación de 45,6% YoY para los próximos 12 meses (-2,6 pp con respecto al relevamiento previo) y de 30,5% para los próximos 24 meses (+0,5 pp). Para la tasa de política monetaria (Leliq), estiman que ésta sea de 59% para diciembre (inferior al anuncio del Copom) y con tendencia decreciente hasta 40% en diciembre de 2020. Para el tipo de cambio nominal, la previsión disminuyó con relación al REM anterior para el mes de diciembre de este año ubicándose en USDARS 63 y se proyecta un déficit fiscal primario para 2019 de -ARS 173,8 Bn y de -ARS 200 Bn para 2020.

En octubre de 2019, el indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) muestra una caída de 9,5% YoY. La serie original con estacionalidad registra una suba en su nivel de 1,5% respecto al mes anterior. El acumulado de los primeros diez meses de 2019 del índice serie original presenta una disminución de 8,3% YoY.

La producción industrial se contrajo 2,3% YoY en octubre, acumulando 18 meses de caída consecutiva con una contracción de 7,2% en los primeros diez meses del año. En términos mensuales la actividad manufacturera registró una suba de 5,0% MoM.

La utilización de la capacidad instalada en la industria es de apenas el 57,7%, 3,4 puntos porcentuales por debajo del mismo mes de 2018. Es su mínimo de ocho meses, lo que refleja el impacto de la recesión sobre el sector fabril.

En cuanto a las perspectivas de las empresas: respecto a la actividad y la demanda interna durante el cuarto trimestre del año en comparación con el mismo período de 2018, el 42,7% de las empresas prevé un ritmo estable, el 48,7% anticipa una baja, y el 8,6% espera un aumento. Este comportamiento se presenta en medio de un ciclo recesivo con limitado acceso al financiamiento producto de las altas tasas de interés, complicando el panorama futuro de la actividad industrial que viene condicionada desde hace meses. A esto hay que sumar que el impacto de la reciente devaluación se traduce en incremento de precios y en consecuencia aceleración de la inflación.

La industria automotriz mantiene tendencia negativa afectada por la caída de la actividad económica nacional. En noviembre de este año la producción de vehículos registró una contracción de 26,4% YoY y 14,9%. En tal sentido, en los primeros once meses del año la fabricación de automóviles acumula un descenso de 32,3% respecto al mismo período de 2018.

En cuanto a las ventas mayoristas a la red de concesionarias, las mismas alcanzaron un total de 22.900 unidades, que implica una disminución de 15,8% en comparación con las 26.518 unidades vendidas en octubre y un descenso de 30,8% en relación a las 29.953 unidades del mismo mes del año pasado. Entre enero y noviembre, las ventas mayoristas alcanzaron 341.323 vehículos, que implica una baja de 46,1% comparado con el mismo período del año pasado.

La ACARA reportó que el patentamiento de autos 0 Km cayó en noviembre 35,4% YoY a 25.624 unidades, registrando una caída de 21,4% MoM. El acumulado de 11 meses cerró con una contracción de 43,4%.

La recaudación de noviembre estuvo por encima de la inflación incrementándose 58,2% YoY a ARS 446.172 M (según la AFIP) debido a la agilización del agro por esquivar un aumento futuro de las retenciones.

Las ventas minoristas disminuyeron en noviembre 7,1% YoY, pero respecto al mes anterior (octubre), hubo una caída del 18,7%. En el acumulado del año la baja es de 12,3%.

Los salarios se incrementaron en septiembre 2,7% MoM, quedando los mismos por debajo de la inflación, ya que en el mismo período los precios subieron 5,9% MoM. En términos interanuales cayeron 7,5%.

La inversión productiva cayó a su punto más bajo con relación al PIB (14,4%) en 2018.

Según ADIMRA, la producción metalúrgica registró en octubre una disminución de 8,3% YoY y acumula una caída de 7,7% en lo que va del año, acumulando 18 meses de caída.

De acuerdo a la CNV, el financiamiento recibido por las PyMEs a través del mercado de capitales alcanzó un monto de ARS 58.106 M en los primeros nueve meses del año, +113% YoY.

Esta semana se dará a conocer la cifra de inflación minorista de noviembre por el nuevo titular del INDEC, Marco Lavagna (consenso de 4,5%) así como el dato de la utilización de la capacidad instalada de la industria de octubre.

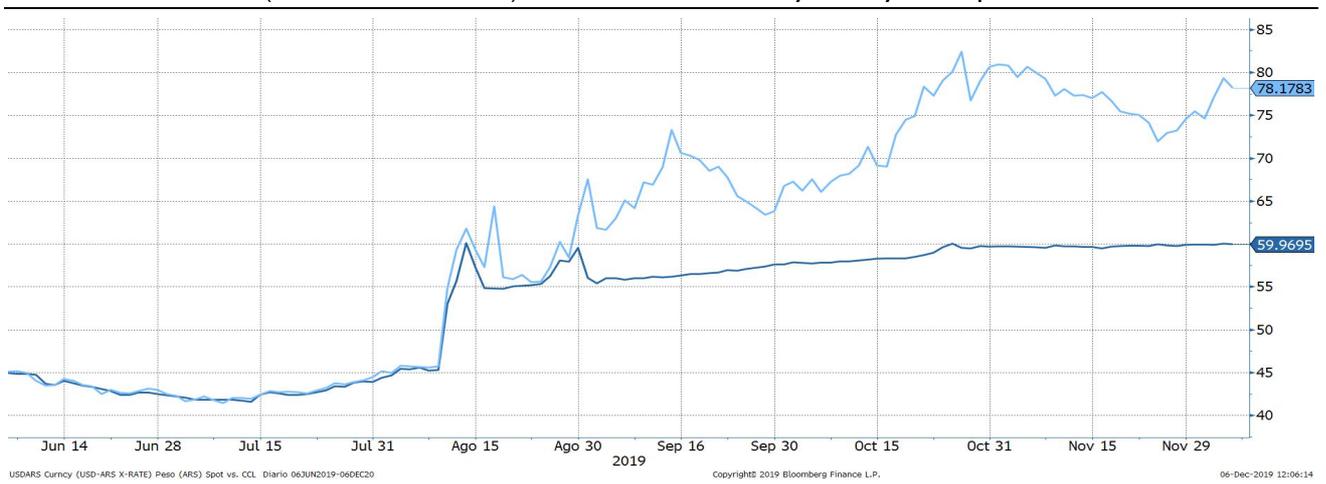
## Volvió a ampliarse la brecha cambiaria

En la semana, el tipo de cambio mayorista se mantuvo relativamente estable en 59,98 pero el dólar contado con liquidación se elevó hasta los ARS 78,18, subiendo ARS 3,37 y con un spread de 30%. La suba del CCL se dio ante una mayor demanda por cobertura de los inversores a pocos días de la asunción de Alberto Fernández, y después de la renuncia del presidente del Banco Central, Guido Sandleris, que se hará efectiva a partir del 10 de diciembre.

El futuro del dólar a fin de año se mantiene relativamente calmo.

La tasa de referencia sigue sosteniéndose estable en el nivel de 63%, cifra que fijó el Comité de Política Monetaria para el bimestre diciembre 2019 – enero 2020.

Figura 10  
PESO ARGENTINO (PARIDAD USDARS): 6 meses, mercado mayorista y CCL, punta vendedora



Fuente: Bloomberg

# Mercado local: Renta Fija

## El momento de encarar la reestructuración de la deuda se acerca

Aunque se empezaron a filtrar primeras medidas de emergencia para el Gabinete ya nombrado, los bonos soberanos en dólares han estado operando bajo un marco de incertidumbre sobre qué plan económico implementará el nuevo presidente electo a partir del 10 de diciembre próximo.

Argentina tiene una carga de vencimientos de capital y de intereses el próximo año imposible de cumplir: hasta mayo vencen USD 13.000 y unos ARS 800.000 pesos en concepto de capital e intereses. En 2020 los compromisos de deuda ascienden a unos USD 63.700 M (USD 48.870 M de capital y otros USD 14.830 M de intereses), algo imposible de cumplir.

Se descuenta que las letras de corto plazo reperfiladas estarán sujetas a un re-reperfilamineto por un año, inclusive letras pagaderas en pesos.

Sin acceso al mercado voluntario ni a los desembolsos del FMI, Argentina ha ido castigando aún más a los bonos de legislación doméstica, porque son el 80% de lo que vence el año que viene, con una propuesta de reestructuración más dura o que se de primero, es decir peores condiciones en concepto de valor presente. Lo evidencia el spread entre los bonos Discount emitidos bajo ley local (DICA) y bajo ley Nueva York (DICY) es de 640 puntos básicos (máximo).

**Siempre estuvo presente el deseo de que no haya quita de capital: pero quedó atrás la posibilidad de un escenario a la uruguayana, porque requeriría de un esfuerzo fiscal que no será posible de alcanzar, menos con las sospechas de que no será la prioridad de la próxima gestión.**

A juzgar por los precios de mercado, **el equipo de Alberto Fernández deberá encarar una reestructuración más agresiva de lo que se habla, con un haircut en el capital y una quita en el cupón de intereses con al menos un año de gracia, además de un alargamiento de plazos de entre 5 a 7 años para los bonos del tramo 2020-2028.**

**El Plan del flamante Ministro de Hacienda Guzmán, expuesto en Suiza el mes pasado es de no hacer quita pero eliminar entre dos y hasta tres años el pago de intereses (plazo de gracia).**

Dado el castigo relativo que poseen y por ser más de corto plazo, los bonos que más se recuperarían serían precisamente los de legislación argentina, como el Bonar 2020 (AO20) y el Bonar 2024 (AY24). En tanto, lo más afectados serían los más largos, como un Bonar 2028 (A2E8) que podrían incluso ver caer sus paridades.

De prosperar la idea de que no haya quita de capital, y un período de gracia en los intereses, que además sufrirían un recorte, existen potencial de recuperación en todos los bonos, pero se arrastrará el problema del stock de capital (deuda pública total de 93% del PBI) con una nueva crisis potencial en el futuro cercano.

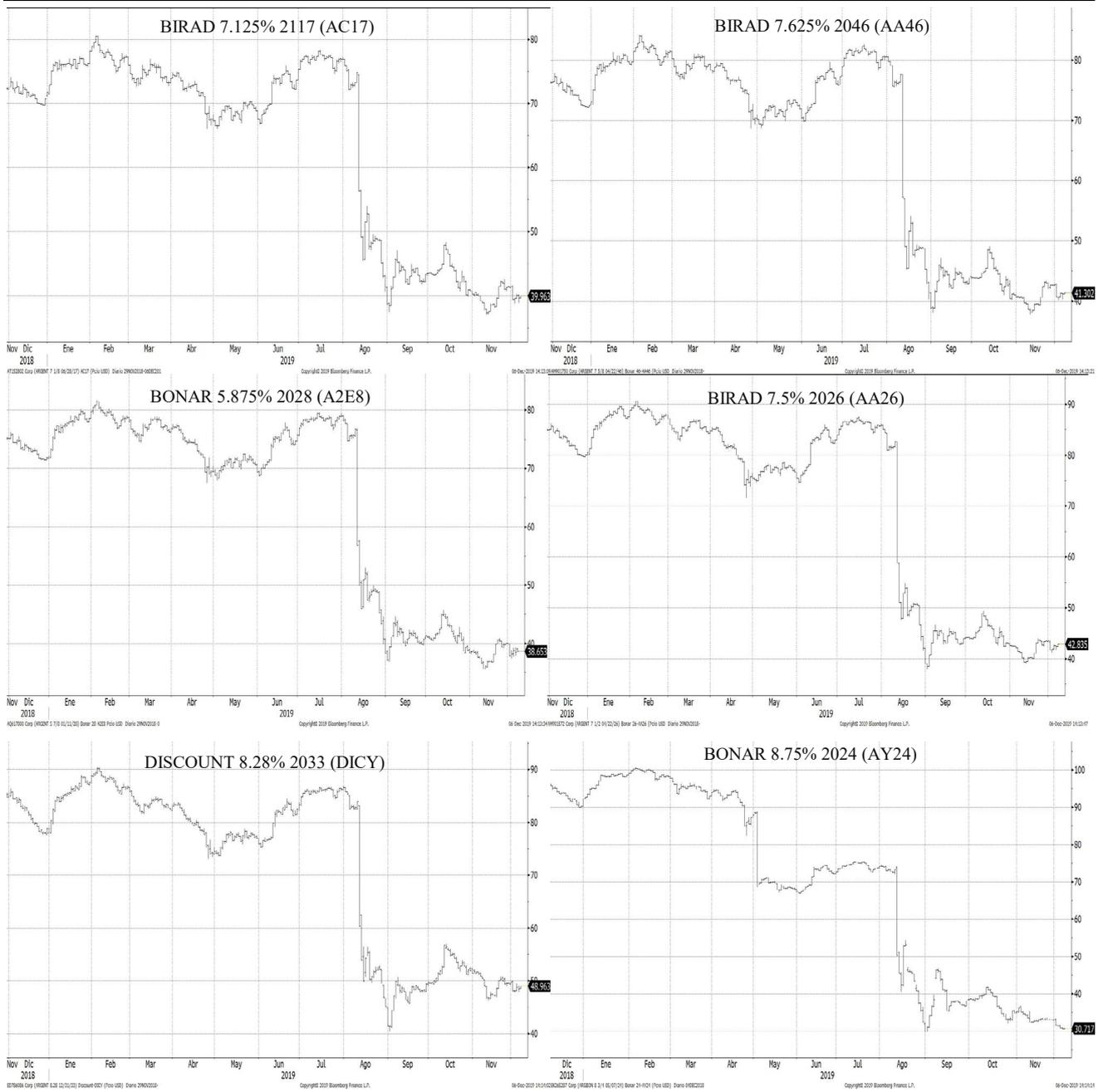
Si bien el FMI y los demás organismos multilaterales, así como las deudas intra-sector público son más laxas a la hora de renegociar, renegociar la deuda es la prioridad número uno de la próxima gestión por el costo fiscal y en materia de reservas que representa.

## Bonos en caída y aumento del spread por legislación.

Los bonos en dólares mostraron una nueva semana de caídas, a la espera de la asunción del presidente electo Alberto Fernández mañana martes.

El riesgo país subió hasta los 2.335 puntos básicos y los Credit Default Swap a 5 años se incrementaron a 5.186 puntos.

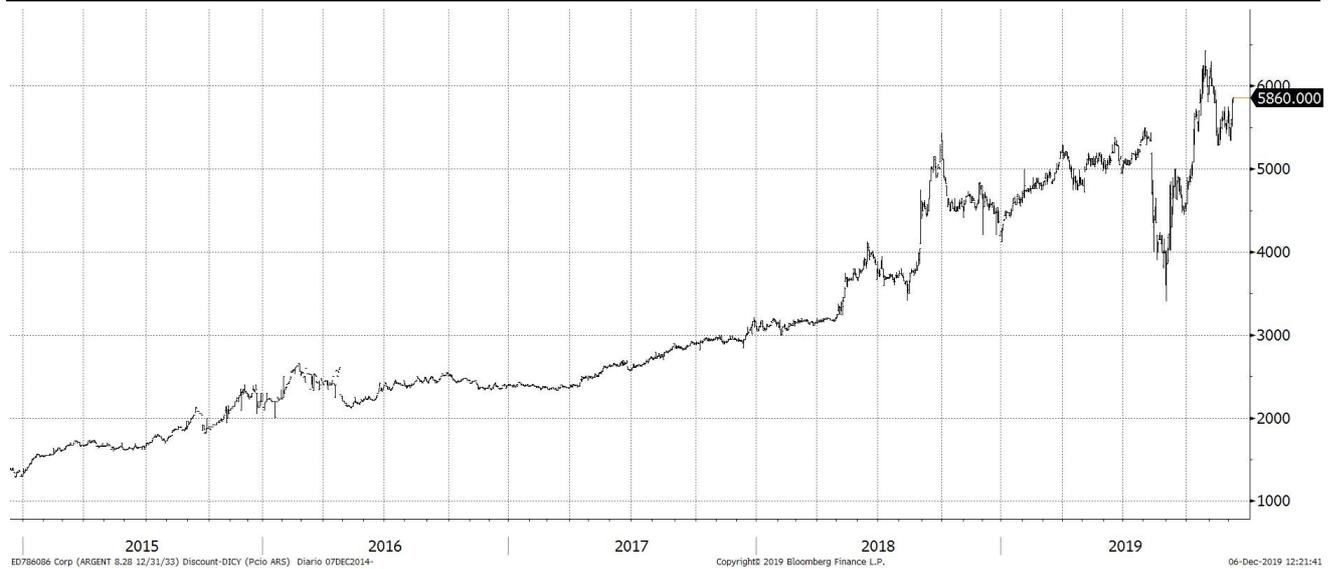
Figura 11  
**BONOS EN DÓLARES: 12 meses, precios en USD (OTC)**



Fuente: Bloomberg

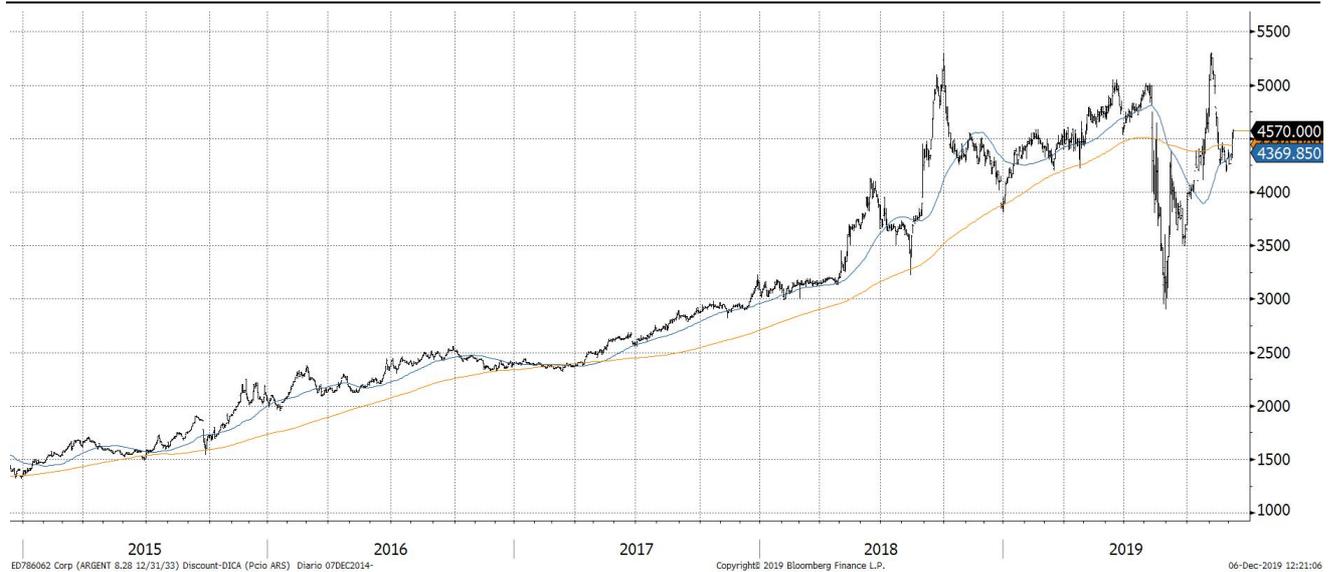
Se evidenció además un incremento en el spread entre los bonos Discount emitidos bajo ley local (DICA) y bajo ley Nueva York (DICY) hasta los 413 puntos básicos.

Figura 12  
DISCOUNT 8.28% 2033 (DICY) EN DÓLARES: 5 años, precios en ARS (BYMA)



Fuente: Bloomberg

Figura 13  
DISCOUNT 8.28% 2033 (DICA) EN DÓLARES: 5 años, precios en ARS (BYMA)

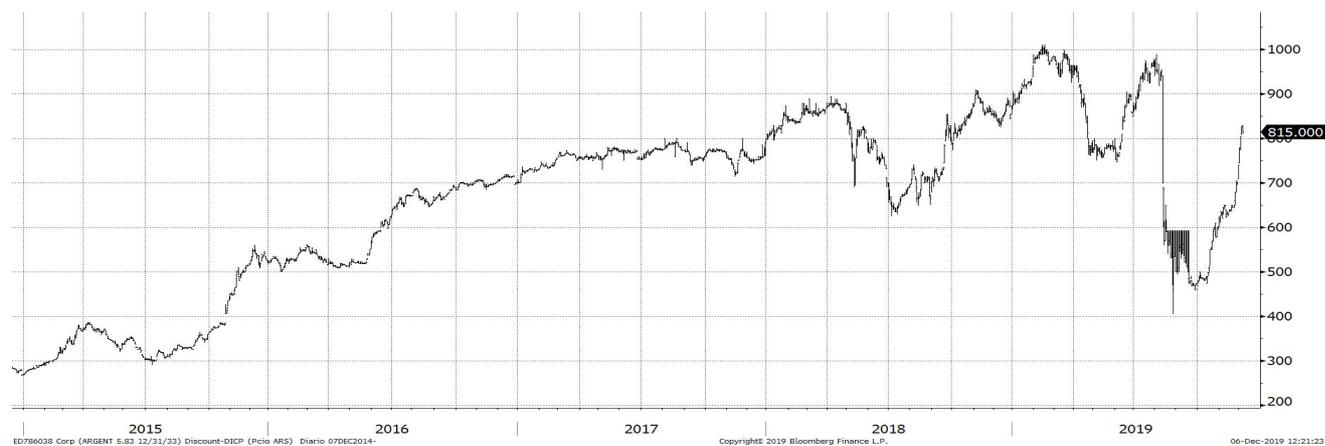


Fuente: Bloomberg

Los bonos en pesos se mostraron al alza y aguardan el dato de la inflación minorista.

Figura 14

DISCOUNT 5.83% 2033 (DICP) ATADO AL CER: 12 meses, precios en ARS



Fuente: Bloomberg

# Mercado local: Renta Variable

## Suba en pesos y baja en dólares CCL: a la espera de las primeras medidas

El índice S&P Merval en dólares CCL cayó -3,5% respecto a la semana previa, en una tensa espera de los nombres a cargo del área económica (anunciados el viernes al cierre de los mercados). Fueron noticias negativas que Celulosa no llegara a un acuerdo de reestructuración voluntaria de su deuda porque el 8% de acreedores de un bono que vencía la semana pasada no aceptaron canjear su deuda. Se suma a Grupo Vicentin, una de las mayores agroexportadoras del país, que anunció que iniciará un proceso de reestructuración de su deuda estimada en USD 300 M

El mercado accionario podría encontrar algo de aire en las próximas semanas si después de la asunción de Alberto Fernández (martes que viene) se conocen algunas medidas de corto plazo que incentiven la actividad económica.

Estas son los principales ADRs y empresas listadas directamente afuera. Podemos observar las caídas que se dieron en dólares:

Figura 15  
ADRs de EMPRESAS ARGENTINAS: Variaciones porcentuales, precios en USD

Ticker	Empresa	País	Ticker	Mkt Cap (USD)	Último precio	Chg WTD Pct	Chg Pct MTD	%1M	%3M	Chg 6M Pct	%YTD
<b>AGRO</b>											
CRESY US	d Cresud SA	AR	CRESY	285.82	5.55	-3.5	-3.5	+14.0	-12.6	-39.2	-53.1
<b>BANCOS</b>											
BBAR US	d BBVA Banco Franc	AR	BBAR	769.91	3.77	-3.6	-3.6	+8.0	-13.7	-60.8	-66.7
BMA US	d Banco Macro SA-B	AR	BMA	1,802.73	26.92	+4.1	+4.1	+15.2	+8.3	-51.7	-39.1
GGAL US	d Grupo Galicia-B	AR	GGAL	1,887.61	13.23	-1.0	-1.0	+8.4	+12.8	-52.1	-52.0
SUPV US	d GRUPO SV-SP ADR	AR	SUPV	253.02	2.77	-1.1	-1.1	-5.5	-13.7	-55.3	-68.1
<b>CONSUMO</b>											
DESP US	d DESPEGAR.COM COR	AR	DESP	861.29	12.44	+0.2	+0.2	+13.0	+25.0	+4.4	+0.2
GCLA LI	d Grupo Clarín-B	AR	GCLA	100.90	1.89	--	--	--	--	-10.0	-32.0
TEO US	d Telecom Argent-B	AR	TEO	4,487.54	10.40	+0.2	+0.2	+15.8	+6.7	-32.7	-33.2
CAAP US	d CORP AMERICA AIR	AR	CAAP	635.29	3.97	-8.3	-8.3	-1.5	-25.2	-44.5	-40.1
<b>MATERIALES BÁSIC</b>											
TX US	d TERNIUM SA-ADR	LX	TX	4,185.28	21.32	-1.1	-1.1	+5.3	+16.8	-8.8	-21.3
<b>PETRÓLEO Y GAS</b>											
YPF US	d Ypf Sa-D	AR	YPF	3,669.61	9.33	-2.9	-2.9	-0.1	+0.8	-38.7	-30.3
PAM US	d Pampa Energía SA	AR	PAM	1,015.19	13.54	-0.7	-0.7	-12.2	-9.4	-50.6	-57.4
<b>REAL ESTATE y CONSTRUCCIÓN</b>											
LOMA US	d LOMA NEGRA C-ADR	AR	LOMA	737.88	6.19	-5.6	-5.6	+7.7	+14.2	-39.4	-44.4
IRS US	d Irsa SA	AR	IRS	309.59	5.35	-3.9	-3.9	+7.2	-11.5	-36.4	-58.1
IRCP US	d Alto Palermo Sa	AR	IRCP	422.15	13.40	-4.7	-4.7	+13.7	+14.0	-24.3	-25.7
<b>TECNOLOGÍA</b>											
MELI US	d MercadoLibre Inc	AR	MELI	28,758.20	578.52	-0.4	-0.4	+19.8	-3.2	-0.5	+97.5
GLOB US	d GLOBANT SA	AR	GLOB	3,733.36	101.45	-5.2	-5.2	+5.0	+8.6	+10.9	+80.1
<b>UTILITIES</b>											
EDN US	d Edenor-B	AR	EDN	227.08	5.19	-1.9	-1.9	+0.6	-15.3	-69.0	-80.8
CEPU US	d Central Puerto-B	AR	CEPU	578.36	3.82	-3.8	-3.8	+12.0	+31.3	-53.9	-58.5
TGS US	d Trans Gas Sur-B	AR	TGS	1,053.41	5.75	-4.6	-4.6	-21.5	-26.4	-54.8	-60.2

Fuente: Bloomberg

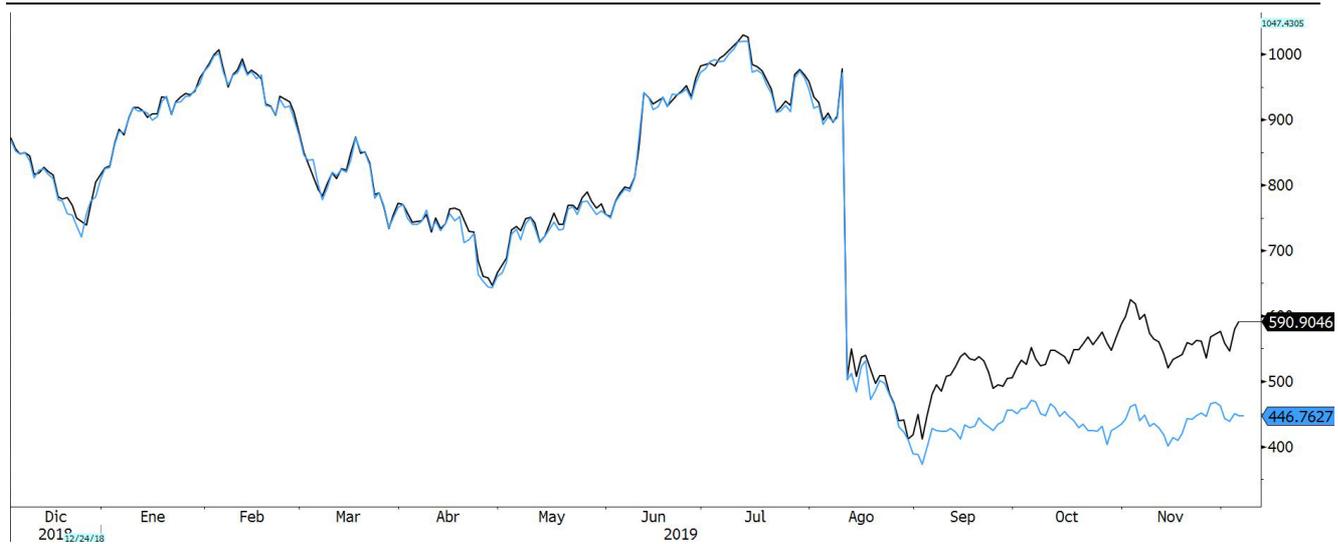
Figura 16  
**ÍNDICE S&P Merval: 12 meses, expresado en dólar, en puntos**



Fuente: Bloomberg

El índice S&P Merval valuado a un dólar Contado con Liquidación se ubicó el jueves en los 446,76 puntos, mostrando una caída de -3,5% con relación a la semana pasada.

Figura 17  
**ÍNDICE S&P Merval: 12 meses, expresado en dólar, en puntos**



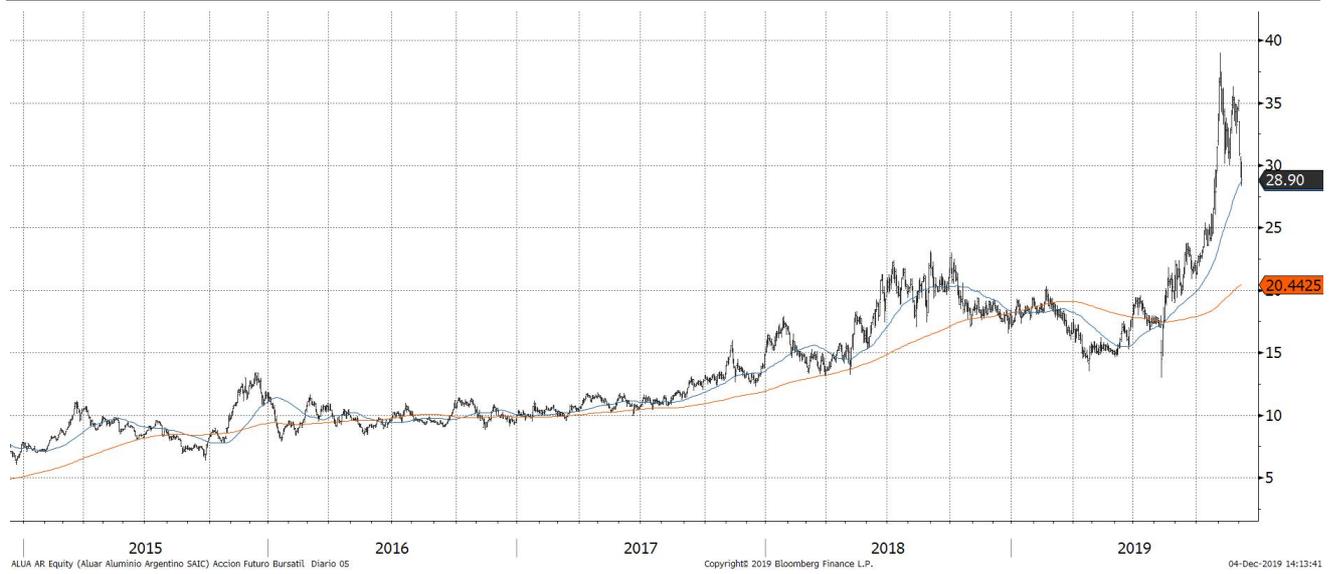
Fuente: Bloomberg

Trump informó a comienzos de esta semana que, debido a la reciente devaluación del real y del peso argentino, se reestablecerá la tarifa arancelaria en las distintas clases de acero y aluminio que lleguen a EE.UU. con el objetivo de proteger a las empresas norteamericanas de esos sectores. Los aranceles a las importaciones serían del 25% al acero y del 10% al aluminio, afectando sensiblemente las cotizaciones de Aluar y, en menor medida, Ternium Argentina. Se ven afectadas Ternium (TX US), Ternium Siderar (TXAR AR) y Aluar (ALUA AR).

En marzo de 2018, el gobierno de EE.UU. había anunciado los mismos aranceles a todos los países en ese entonces, inaugurando un enfrentamiento arancelario con China. Sin embargo, EE.UU. comunicó a las dos semanas una exención para Argentina, Australia, Brasil, Corea del Sur y la Unión Europea. Para EE.UU. las importaciones de acero provenientes de Argentina y de Brasil representan 0,6% y 13% respectivamente de sus importaciones totales. En el caso del aluminio, Argentina representa 2,6% de las importaciones de EE.UU. Aunque la porción es menor para Argentina en comparación a Brasil es un tema clave porque el acero y el aluminio y sus derivados están entre los primeros 10 artículos que exporta Argentina a EEUU.

Aluar (ALUA AR) es una compañía de capitales argentinos dedicada a la producción, comercialización y distribución de aluminio en sus distintas versiones para uso industrial. EE.UU. es un actor importante para la empresa dado que -según declaraciones recientes del CEO-el 40% del total producido se exporta a EE.UU. Luego de la noticia del presidente norteamericano, la acción que opera en la BCBA acusó una caída del 12% en pesos. Si bien el valor de la empresa considerablemente este año y tenemos una opinión positiva sobre la misma, la empresa cuenta con una deuda que más que se duplicó en tan solo un año, el shock externo (incremento arancelario) impactaría significativamente en las proyecciones de sus ingresos, inversiones y en el pago de su deuda.

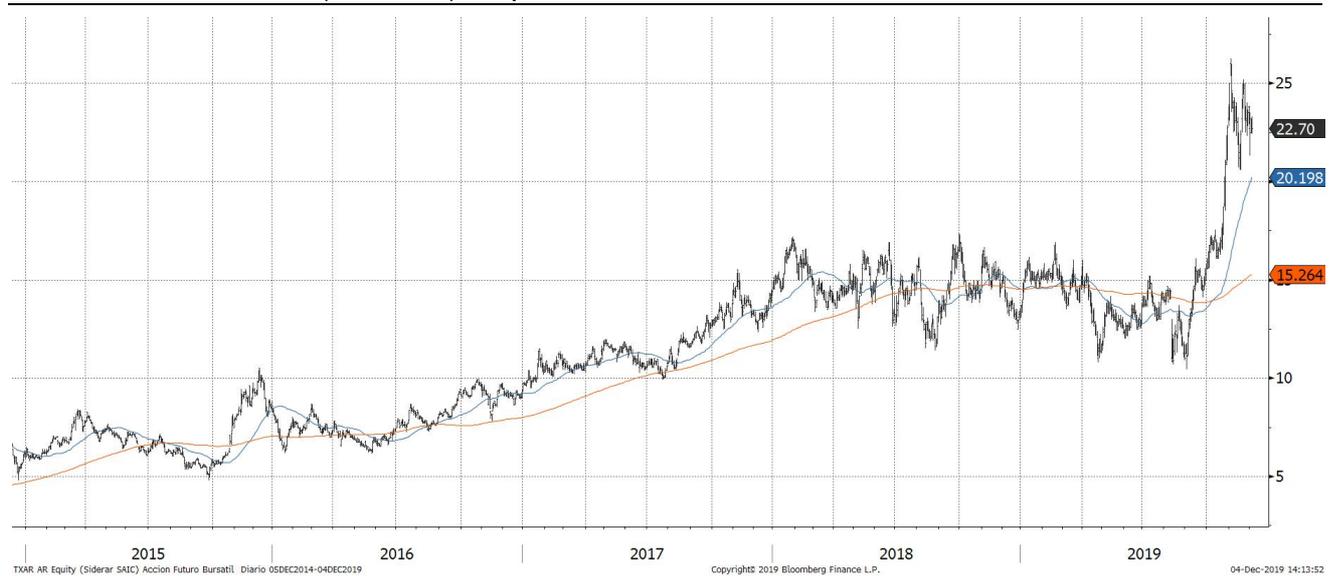
Figura 18  
ALUAR (ALUA AR): en pesos, 5 años



Fuente: Bloomberg

Ternium Argentina (TXAR AR): luego de conocerse la noticia arancelaria, la empresa se encontró operando en BCBA a la baja, con una caída que supera -2,5%. Recordemos que la empresa vende productos de acero laminados revestidos, no revestidos y diversos productos siderúrgicos. Ternium Argentina concentra un poco más del 80% de sus ventas en el mercado local, el restante lo exporta (20% de las ventas). De los cuales el 27,8% de las exportaciones durante el 2ºT19 fueron dirigidas a Norteamérica. Debido a la nueva tarifa arancelaria, podría haber una disminución de los ingresos futuros de la empresa, aunque a menor escala si se compara con Aluar (ALUA).

Figura 19  
TERNIUM ARGENTINA (TXAR AR): en pesos, 5 años



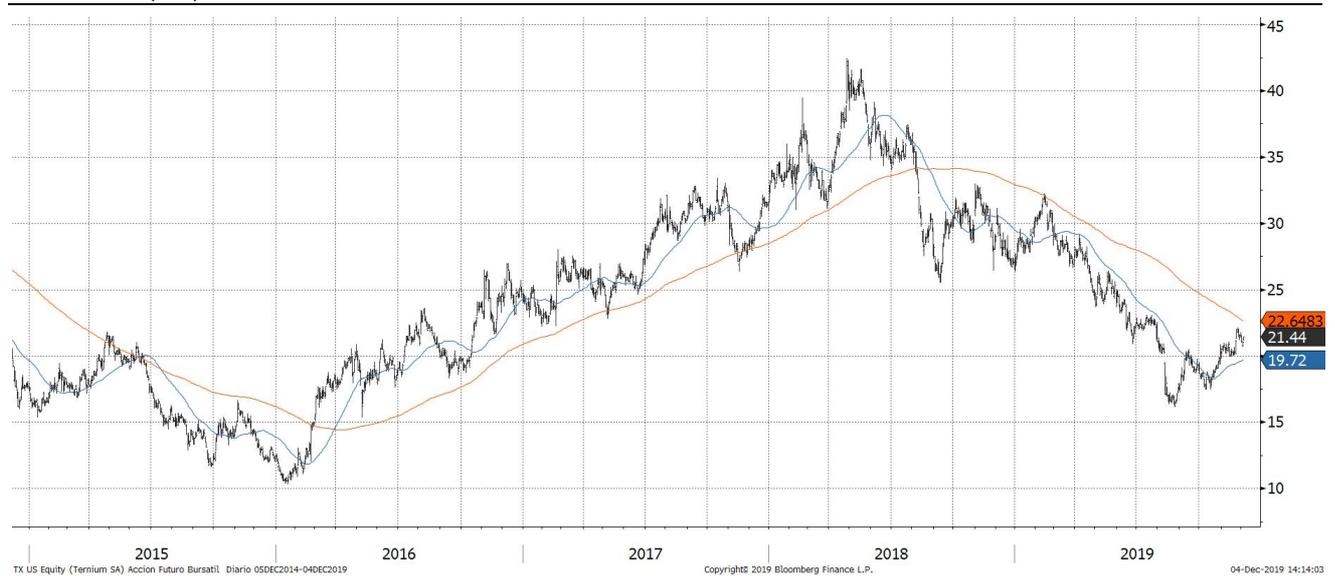
Fuente: Bloomberg

Analizando los ratios comparables de la empresa en relación a las empresas siderúrgicas brasileñas, Ternium Argentina cuenta con una relación precio a ganancias por acción por debajo del promedio muestral tanto trailing como forward.

Por la devaluación, el Valor de la Empresa en pesos casi duplica al del año pasado. Observando el BPA, se constata un aumento sostenido de la rentabilidad a lo largo de los años. La deuda no varía demasiado desde el 2018.

Ternium (TX) es la controlante de Ternium Siderar y, a su vez, es una compañía perteneciente al holding Techint Group, que se dedica a la manufactura y venta de acero, a través de la extracción minera del hierro. La empresa posee 17 centros productivos de TX se encuentran en Argentina, Brasil, Colombia, EE.UU., Guatemala y México. Al contar con varios centros productivos, le permite tener menor riesgo en un marco geopolítico y económico, como por ejemplo la reciente declaración arancelaria de Trump, dado que la empresa podría exportar el acero desde Colombia, México o Guatemala, o mismo, podría vender el acero desde su centro productivo de EE.UU.

Figura 20

**TERNIUM (TX): en dólares, 5 años**


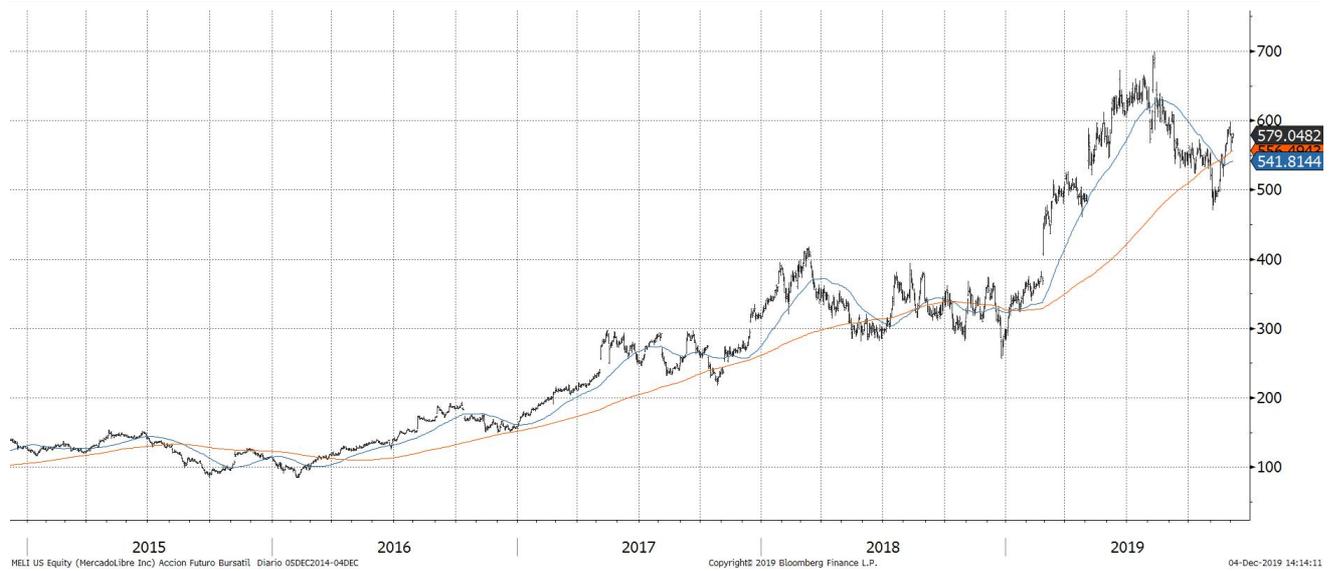
Fuente: Bloomberg

Sus principales ventas netas están dirigidas a México, el mercado mexicano representa el 53% de sus ingresos totales, en comparación con sus ventas en Latinoamérica que alcanzaron 14,3% del total para el cierre del 1ºT19. Teniendo en cuenta una porción relativamente baja de las exportaciones con destino a EE.UU. y la gran cantidad de centros productivos, Ternium podría tener caída en sus ingresos futuros. Tras el comunicado de Trump sobre las nuevas tarifas arancelarias, la acción de Ternium (TX) cayó 2% ese día.

Mecadolibre (MELI) planea ingresar a México con su aplicación de tecnología financiera que se ha utilizado para crear casi dos tercios de las cuentas comitentes totales de Argentina. La compañía pretende lanzar inversiones a través de su plataforma en México en el primer trimestre de 2020, dijo Osvaldo Giménez, vicepresidente de Mercado Pago. La empresa permite a pequeños usuarios invertir el saldo de sus billeteras digitales en fondos comunes de bajo riesgo. La estrategia de la empresa cuenta con el apoyo de Goldam Sach que recientemente anunció que le otorgó un préstamo de USD 125 M a Mercado Libre, que serán destinados específicamente a fortalecer su división mexicana de Mercado Crédito. Antes del acuerdo con el banco de inversión, Mercado Crédito estaba utilizando su propio capital para financiar préstamos a empresas en México.

La industria de tecnología financiera ha prosperado particularmente en Brasil, donde hay una guerra de precios entre una gran cantidad de actores. MercadoLibre cuenta con tarifas de Mercado Pago “competitivas” y es posible que más adelante intenten obtener una licencia para ofrecer créditos de consumo con el objetivo de diversificarse de su estado actual como institución de pagos. Un reciente comunicado de la AFIP indicaría que a partir del 16 de diciembre se aplicarían retenciones de IVA y Ganancias en los cobros realizados con medios de pago electrónicos. Actualmente el 50% de los ingresos provienen de la cuota porcentual por cada transacción entre clientes y Argentina sigue siendo por el momento el segundo país que más ingresos aporta a la empresa, 20% del total de los ingresos. Esta situación afecta a los vendedores presentes en la plataforma que son a su vez, clientes de la empresa. Por ende, podría haber un impacto en las ganancias futuras de la empresa, por el hecho de que el cliente podría subir el precio del producto ofrecido, disminuyendo la demanda debido al precio y perjudicando los retornos de la empresa.

Figura 21

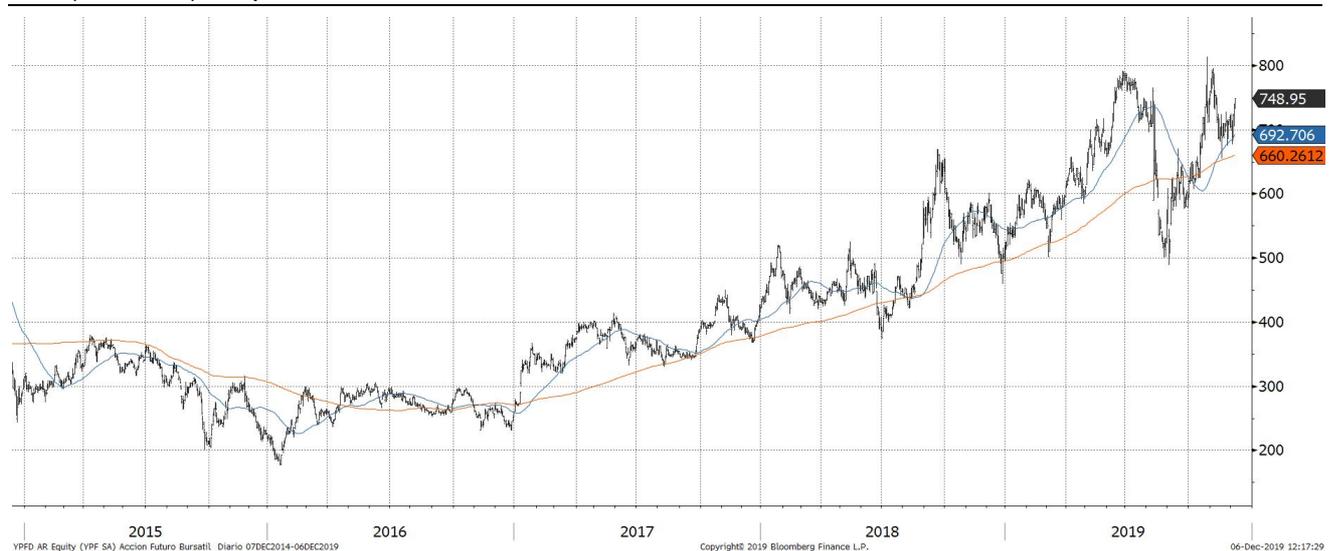
**MERCADOLIBRE (MELI): en dólares, 5 años**


Fuente: Bloomberg

Sumándose a otras empresas no listadas como Pan American Energy esta semana, YPF (YPFD) colocó una ON en dólares y pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable (dollar linked), por un monto de USD 19,7 M a un año de plazo (vencimiento el 6 de diciembre de 2020), a una tasa de 7% nominal anual. Las ofertas recibidas alcanzaron los USD 21,8 M. También se emitieron dos ON en pesos. El resultado de la colocación no fue positivo dado que el objetivo de la petrolera era obtener USD 75 M con la posibilidad de ampliar la colocación hasta los USD 150 M. El resultado se debe a que los colocadores consideraron que el nivel de tasas exigidas por el mercado no era el más conveniente. Los fondos serán destinados a financiar la inversión en activos fijos y el capital de trabajo.

Figura 22

YPF (YPFD AR): en pesos, 5 años



Fuente: Bloomberg

El Gobierno de la Provincia de Neuquén le adjudicó a YPF una nueva área de yacimiento, Loma Amarilla Sur, para llevar adelante proyectos piloto de petróleo y gas no convencional en Vaca Muerta. El bloque Loma Amarilla Sur cuenta con una inversión de USD 60 M para perforar cuatro pozos horizontales de 2500 metros de rama horizontal en una superficie de 175,75 km<sup>3</sup>.

## 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.