



RESEARCH *for* TRADERS

ARGENTINA Y OTRO CISNE NEGRO: inversiones en momentos de volatilidad



Gustavo Neffa
05 de octubre 2018



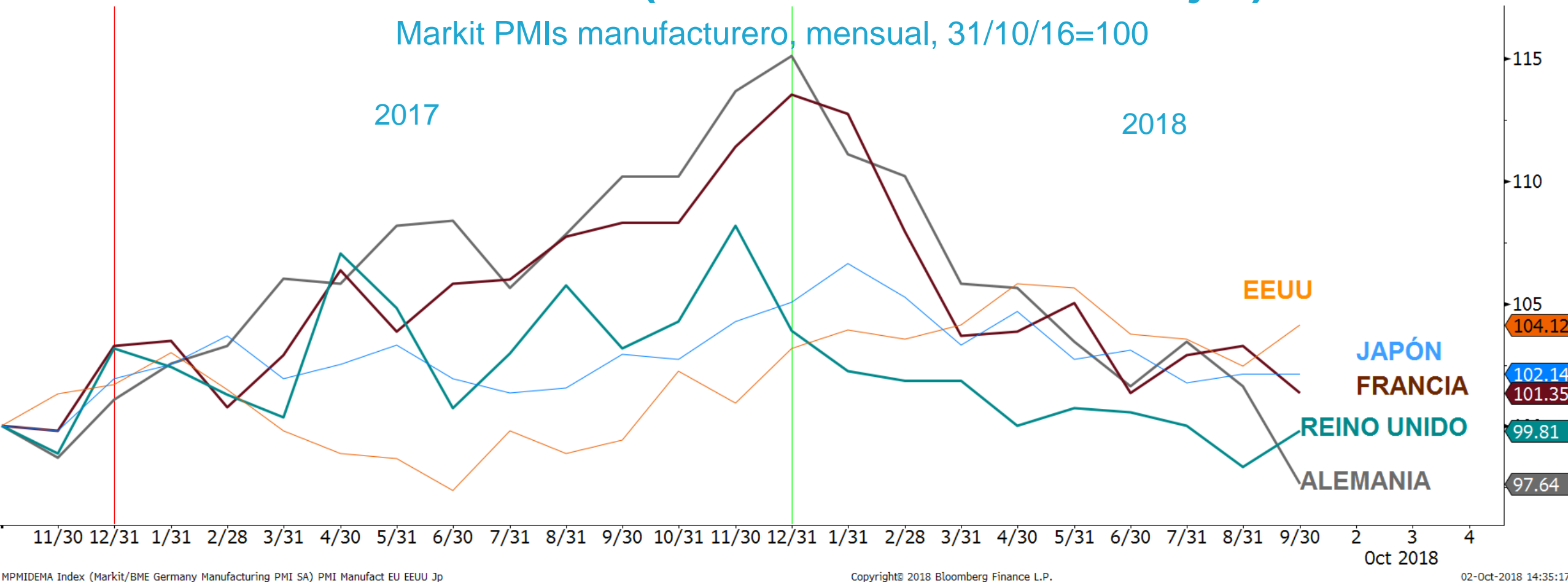
Temas a tratar:

- Repaso de la economía mundial.
- Rally accionario en desarrollados: ¿caras o con un premio?
- El golpe a emergentes-Argentina, uno de los sospechosos de siempre
- Dolar vs. Pesos: ¿dónde invertir?
- *Sudden Stop*: Default vs. Oportunidad de compra.
- Acciones argentinas: otro ajuste histórico.



Indicadores adelantados: desaceleración en todos los países desarrollados (EE.UU. se defiende mejor)

Markit PMIs manufacturero, mensual, 31/10/16=100



Expectativas de crecimiento del PBI, inflación y tasas de interés

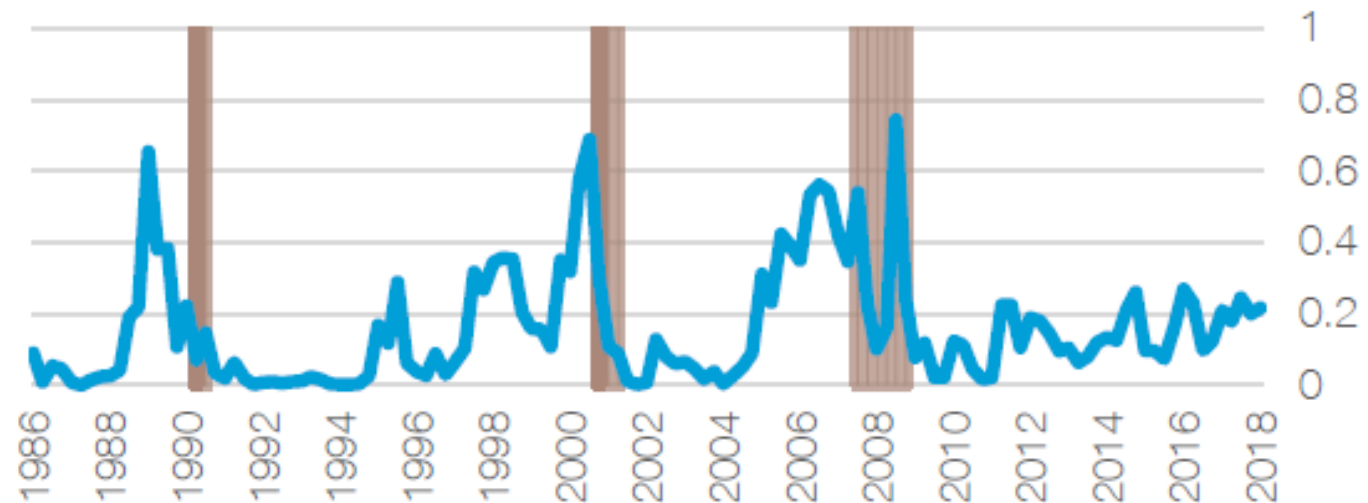
País/Area	PIB Real (YoY,%)		IPC (YoY,%)		Tasa de Ref. (%)		Rendimiento 10Y (%)	
	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
G-10	2,32	2,05	2,04	1,94	1,19	1,56	1,81	2,11
EE.UU.	2,90	2,50	2,50	2,30	2,50	3,05	3,06	3,32
Japón	1,10	1,00	1,00	1,10	-0,10	0,00	0,12	0,15
Eurozona	2,06	1,80	1,70	1,70	0,00	0,15	0,62	1,03
Reino Unido	1,30	1,50	2,40	2,10	0,75	1,15	1,60	2,08
Canadá	2,10	2,00	2,40	2,00	1,75	2,45	2,47	2,78
Australia	3,15	2,80	2,10	2,20	1,50	1,75	2,82	3,04
Suiza	2,30	1,70	1,00	1,00	-0,75	-0,55	0,20	0,52
Noruega	2,40	2,20	2,40	2,00	0,75	1,35	1,70	2,30
Alemania	1,90	1,80	1,80	1,80	0,00	0,15	0,62	1,03
Francia	1,70	1,70	2,10	1,70	0,00	0,15	0,90	1,35
Latinoamérica	1,69	2,43	-	-	11,96	10,36	11,17	11,25
Argentina	0,30	1,50	28,60	23,60	42,25	26,85	-	-
Brasil	1,50	2,44	3,70	4,20	6,65	8,15	11,17	11,25
Chile	4,00	3,40	2,50	3,00	2,75	3,70	-	-
Colombia	2,60	3,20	3,30	3,35	4,25	4,90	-	-
México	2,10	2,19	4,70	3,90	7,80	6,90	8,00	8,10
Perú	3,90	3,90	1,55	2,50	2,90	3,45	-	-
Europa del Este y África	2,96	2,42	5,82	6,52	8,19	7,82	9,6	10,02
Rusia	1,80	1,50	2,90	4,30	7,60	7,20	8,71	8,32
Turquía	3,90	1,50	15,30	17,00	24,20	20,30	21,40	18,86
Sudáfrica	0,70	1,86	4,70	5,20	6,65	6,85	8,86	8,83
Asia	5,88	5,85	2,12	2,64	4,37	4,42	4,17	4,11
China	6,60	6,30	2,10	2,30	4,35	4,30	3,51	3,35
India	6,60	7,40	3,70	4,70	6,70	6,80	8,03	7,96
Corea del Sur	2,80	2,70	1,60	2,00	1,65	2,00	2,55	2,85

Fuente: Bloomberg

Riesgos globales en 2018: el foco está en EE.UU.

- La **economía de EE.UU.** Goza de muy buena salud: pero, ¿y si defrauda en 2019?
- ¿Riesgo de que se corte el **rally accionario en EE.UU.**? Aún sigue firme.
- Reversión de la **curva de rendimientos** de EE.UU.: spread 2-10Y muy cerca de cero.
- La inflación se acelera y la Fed no se detiene.
- **La UST10Y** vuelve a estar en 3,15%: impacto en emergentes.
- **Política comercial** de EE.UU.: riesgo de que sea aún más agresiva con China sobre todo.
- Mayor Fortalecimiento del dólar (después de una pausa).
- Monedas y mercados emergentes podrían tener una recaída.
- **Geopolítica**: bajó mucho la prima de riesgo (Corea, Irán, Rusia, etc) pero subsiste China.

Probabilidad de Recesión en EE.UU.



En diciembre, la Fed sube las tasas de nuevo

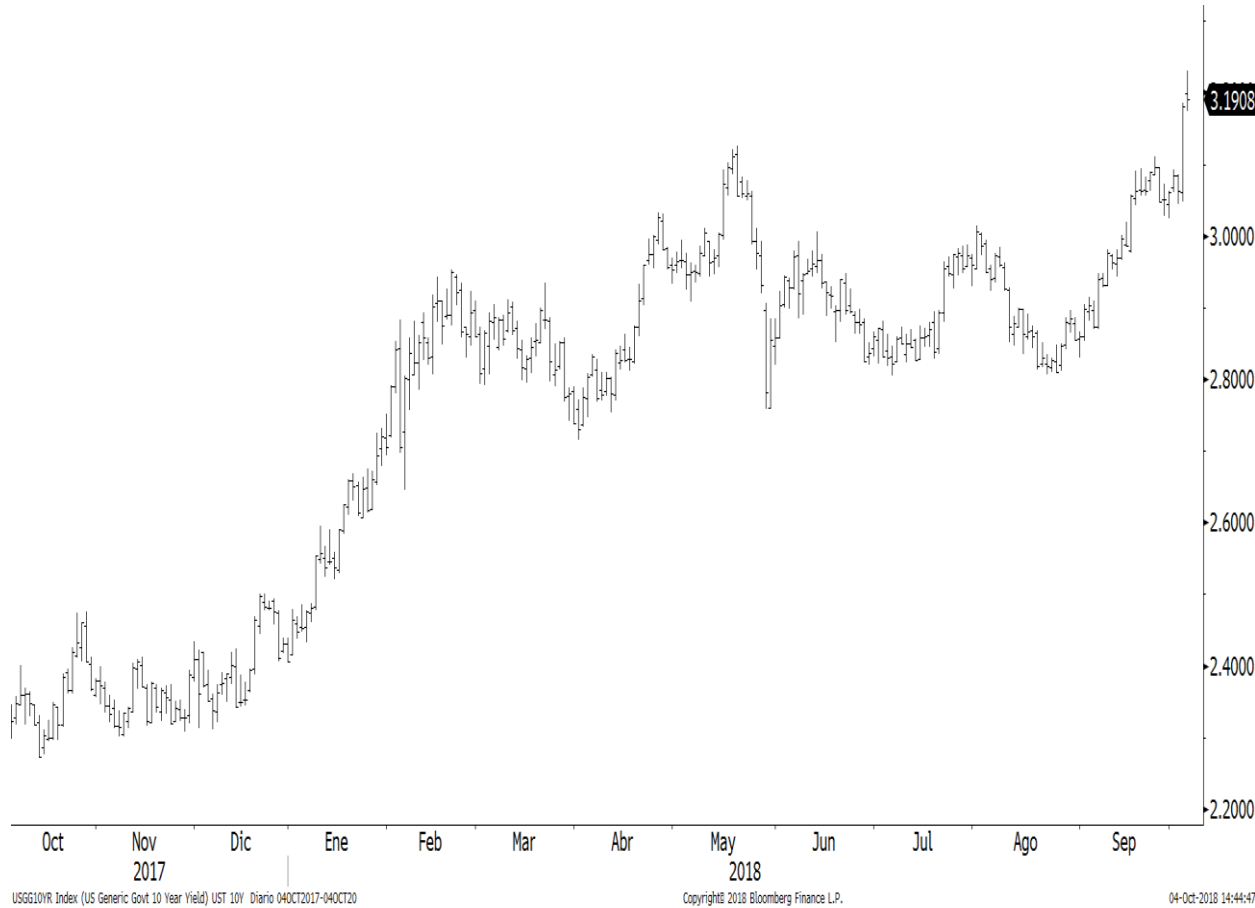
Reunión	Prob aum	Prob reduc	1.75-2	2-2.25	2.25-2.5	2.5-2.75	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	Tipo fwd
11/08/2018	3.4%	0.0%	0.0%	96.6%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.19
12/19/2018	75.9%	0.0%	0.0%	24.1%	73.3%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	2.38
01/30/2019	77.3%	0.0%	0.0%	22.7%	70.3%	6.9%	0.2%	0.0%	0.0%	2.40
03/20/2019	94.0%	0.0%	0.0%	6.0%	35.2%	53.6%	5.1%	0.1%	0.0%	2.58
05/01/2019	94.8%	0.0%	0.0%	5.2%	31.6%	51.3%	11.1%	0.7%	0.0%	2.61
06/19/2019	97.7%	0.0%	0.0%	2.3%	16.8%	40.2%	33.7%	6.6%	0.4%	2.75
07/31/2019	97.9%	0.0%	0.0%	2.1%	15.4%	38.0%	34.3%	9.1%	1.0%	2.78
09/18/2019	98.6%	0.0%	0.0%	1.4%	11.3%	31.0%	35.5%	16.9%	3.5%	2.85
10/30/2019	98.7%	0.0%	0.0%	1.3%	10.6%	29.6%	35.2%	18.2%	4.4%	2.87

Fuente: Bloomberg

- La Fed tolera una mayor inflación, pero en un rango de 2-3% se vuelve peligrosa.
- Mercado laboral y PBI (creció 4,2% en el 2T18) aún siguen justificando su accionar.
- **El mercado espera una nueva suba en diciembre (o enero) hasta el rango 2,25%-2,50%.**
- **En 2019 las subas se darían en marzo y septiembre.**

Suba de tasa larga de mercado en modo de pausa por mayor aversión al riesgo: la suba de tasas cortas volverá a empujarla

Rendimiento UST10Y, 12 meses, en %

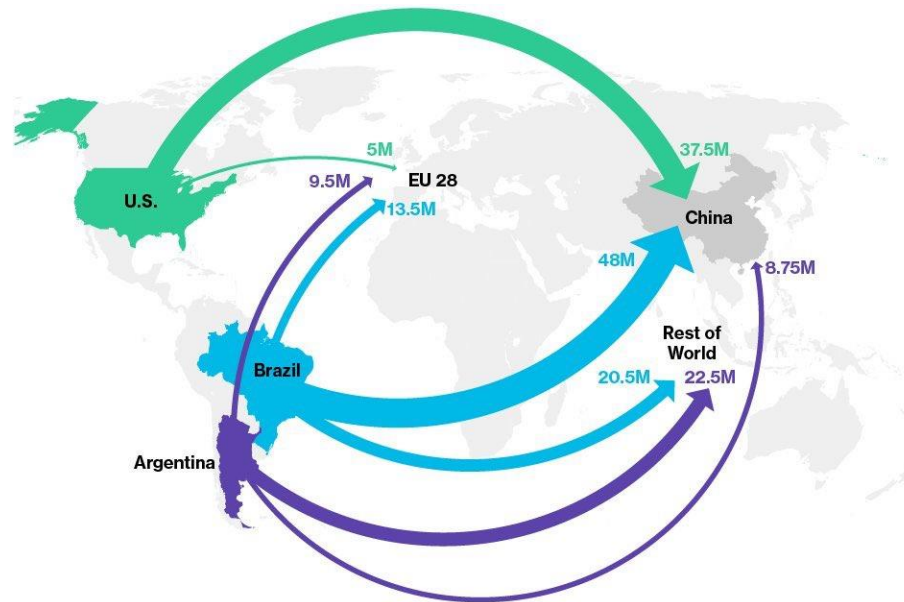


¿Inversión de la curva?



- **POSITIVO:** EE.UU. ya logró llegar a un acuerdo comercial con México y Canadá en el marco del nuevo TLCAN: se llamará USMCA.
- **NEGATIVO:** las tarifas a las importaciones más de USD 200 Bn de bienes chinos ya están vigentes y podría buscar aranceles adicionales de USD 67 Bn.
- El impacto en algunos Commodities como la soja se hicieron sentir en los últimos meses.
- Acuerdos importantes principalmente para beneficiar a productores EE.UU.
- Estos son los sectores automotriz, agricultura y tecnológico.

Las tensiones comerciales siguen latentes

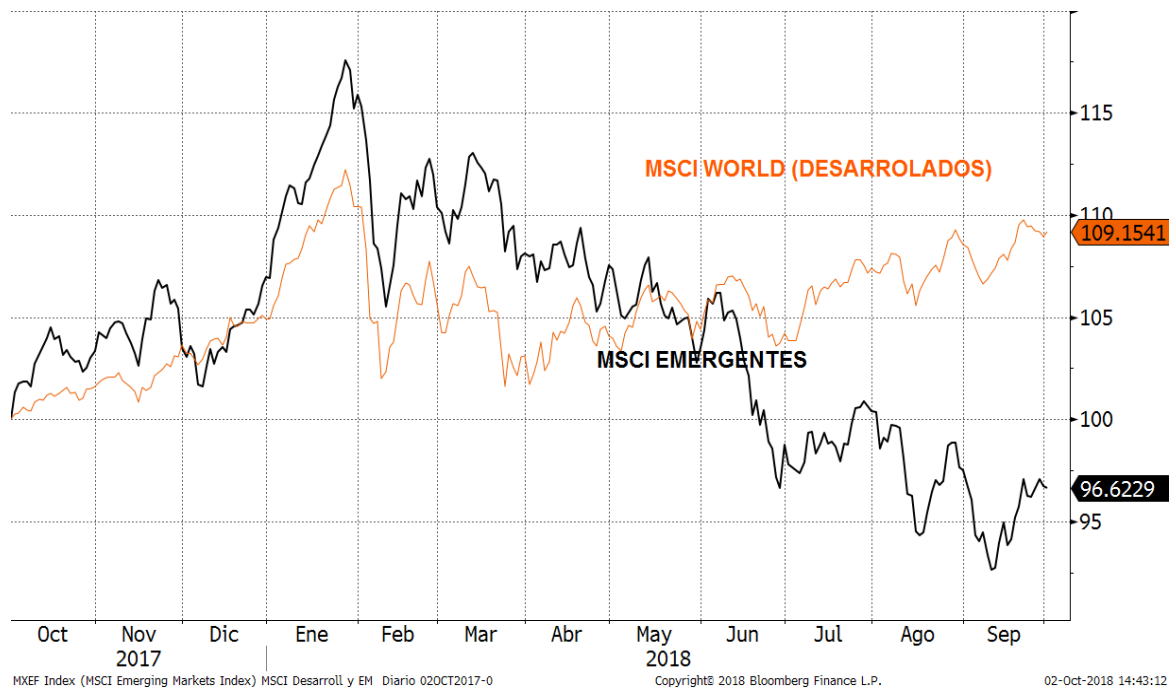


La ruta de la soja (millones de toneladas)

Bolsas desarrolladas más volátiles y emergentes con fuertes ajustes en terreno negativo

Indices accionarios de DM y EM

Variación porcentual acumulada en 12 meses:
02/10/17=100 (en USD)



Índice VIX, 12 meses

El índice VIX vuelve a niveles más altos, de nuevo



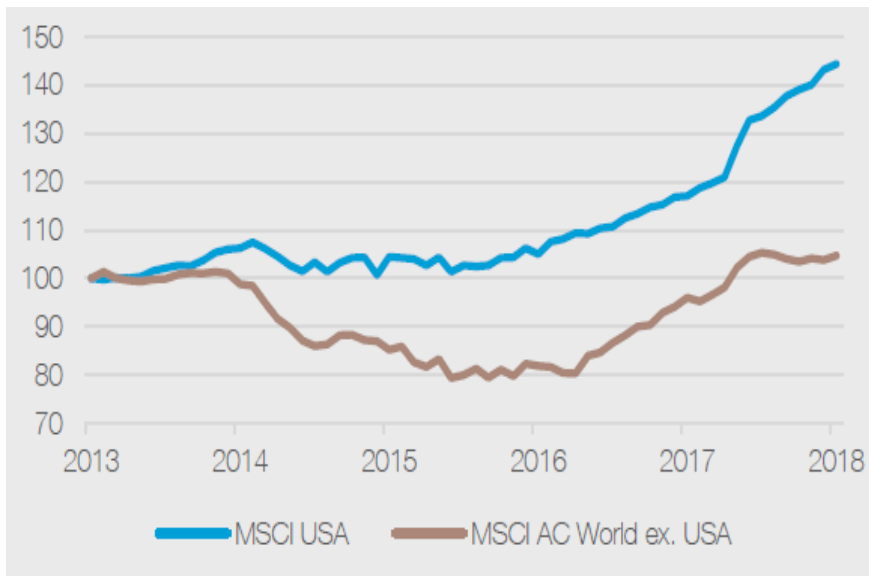
Un año de magro rendimiento de bolsas, a excepción de EE.UU.

Variación porcentual acumulado del año 2018, en moneda local y en dólares

América	RMI	2días	Valor	Var neta	Var%	Hora	%Ytd	%YtdDiv
DOW JONES	☐		26486.51	-341.88	-1.27%	14:51	+7.15%	+7.15%
S&P 500	☐		2886.92 d	-38.59	-1.32%	14:36	+7.98%	+7.98%
NASDAQ	☐		7844.46	-180.62	-2.25%	14:51	+13.63%	+13.63%
S&P/TSX Comp	☐		15948.93 d	-123.12	-0.77%	14:31	-1.61%	-4.26%
S&P/BMV IPC	☐		48588.81 d	-416.54	-0.85%	14:31	-1.55%	+1.15%
IBOVESPA	☐		81891.69 d	-1381.71	-1.66%	14:36	+7.19%	-9.65%
CHILE SLCT	☐		5313.75	-29.14	-0.55%	14:51	-4.51%	-13.01%
Colom COLCAP	☐		1511.58 d	-13.28	-0.87%	14:31	-0.14%	-1.83%
ARG MERVAL	☐		31250.97	-950.50	-2.95%	14:51	+3.94%	-49.82%
S&P/BVL Peru	☐		19660.81 d	-162.63	-0.82%	14:36	-1.57%	-4.19%
EMEA								
Euro Stoxx 50	☐		3375.08 d	-30.40	-0.89%	12:50 c	-3.68%	-7.67%
FTSE 100	☐		7418.34 d	-91.94	-1.22%	12:35 c	-3.50%	-7.03%
CAC 40	☐		5410.85 d	-80.55	-1.47%	13:05 c	+1.85%	-2.37%
DAX	☐		12244.14 d	-43.44	-0.35%	13:30 c	-5.21%	-9.14%
Asia/Pacífico								
NIKKEI	☐		23975.62 d	-135.34	-0.56%	03:15 c	+5.32%	+4.31%
HANG SENG	☐		26623.87 d	-467.39	-1.73%	05:08 c	-11.01%	-11.25%
CSI 300	☐		3438.86 d	+35.27	+1.04%	09/28 c	-14.69%	-19.18%
S&P/ASX 200	☐		6176.30	+30.23	+0.49%	10/04 c	+1.83%	-7.76%

Valuación de acciones de Países Desarrollados: el premio a EE.UU. contrasta con otros países del G10

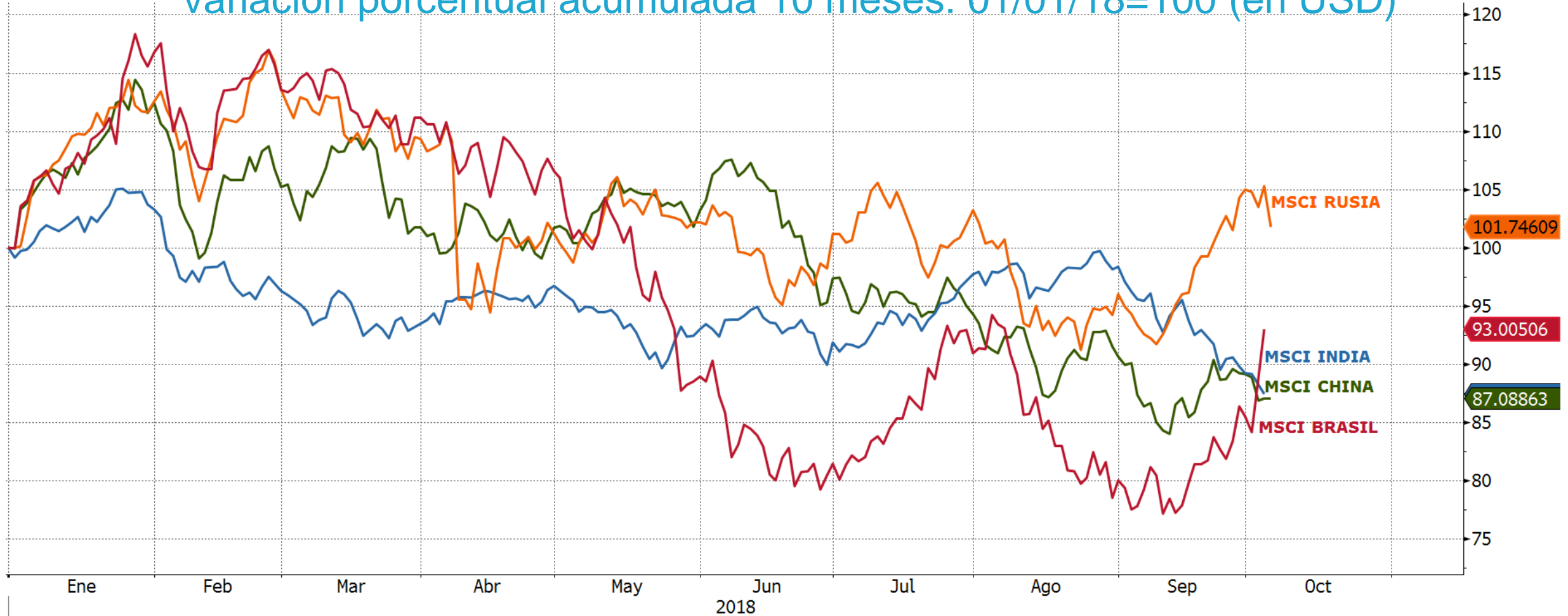
PE forward 12 meses



Renta Variable (en USD)		PE	PE	PBV	ROE	ROA	EV/EBITDA	EQ DIV Yld
		trail. 12m	(forward 12m)	trail. 12m	(en %)	(en %)	trail. 12m	(en %)
EE.UU.	S&P 500	20.95	18.07	3.52	15.07	3.21	13.74	1.80
Materiales Básicos	S&P 500 Materiales Básicos	18.53	15.94	2.62	13.23	5.47	12.36	1.97
Energía	S&P 500 Energía	24.92	19.65	2.10	9.21	4.31	12.02	2.70
Financiero	S&P 500 Financiero	15.36	13.19	1.53	9.60	1.11	n.d.	1.82
Cons. Básico	S&P 500 Cons. Básico	19.66	18.45	5.30	25.25	7.73	14.11	2.97
Cons. Discrecional	S&P 500 Cons. Discrecional	26.41	23.52	7.86	24.22	5.73	14.83	1.17
Industrial	S&P 500 Industrial	19.89	18.25	5.11	22.41	5.71	13.64	1.83
Tecnológico	S&P 500 Tecnológico	19.46	17.77	6.88	27.93	9.56	12.33	1.50
Utilities	S&P 500 Utilities	16.77	16.95	1.88	9.64	2.49	12.16	3.51
Salud	S&P 500 Salud	22.25	17.79	4.59	12.29	4.45	16.78	1.50
Reits	S&P 500 Reits	46.32	36.59	3.35	9.28	3.70	20.97	3.47
Telecomunicaciones	S&P 500 Telecomunicaciones	21.80	18.23	3.62	22.24	8.53	12.53	1.38
	NASDAQ 100	25.90	22.07	6.35	21.49	8.46	16.05	0.95
	DOW JONES	18.90	17.06	4.21	18.05	2.91	11.95	2.07
	Russell 2000	19.21	27.53	2.43	4.48	1.08	20.00	1.36
Eurozona	MSCI Europe (Ex-UK)	14.88	14.49	1.84	12.43	1.50	9.97	3.55
Alemania	MSCI Alemania	13.80	13.80	1.71	11.99	1.70	7.76	3.01
Francia	MSCI Francia	17.33	15.13	1.74	10.54	1.32	10.54	3.08
Italia	MSCI Italia	11.62	11.02	1.15	10.17	1.04	6.28	4.08
España	MSCI España	13.34	11.96	1.31	9.23	0.84	9.27	4.32
Reino Unido	MSCI UK	12.65	13.53	1.81	14.98	1.69	9.47	4.27
Suiza	MSCI Suiza	21.26	16.92	2.52	10.55	1.44	16.05	3.12
Japón	MSCI Japón	13.94	13.48	1.42	10.69	1.69	8.32	2.05

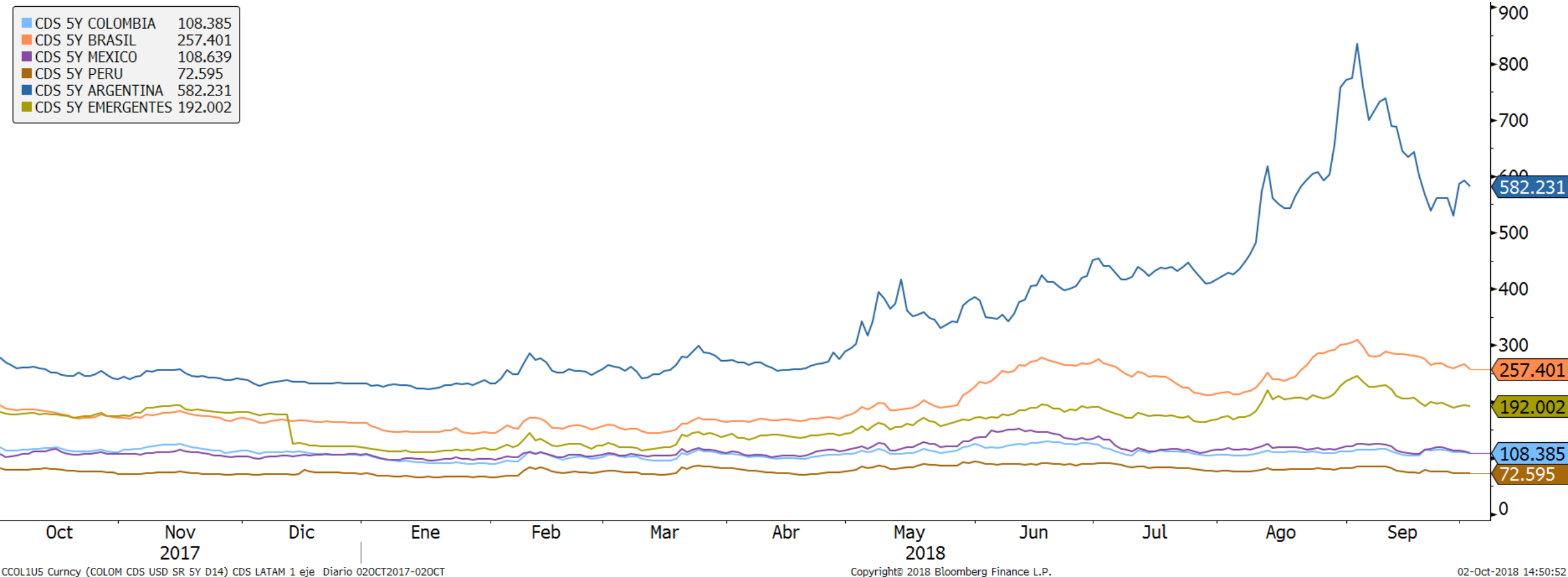
Acciones de Mercados Emergentes haciendo un piso

Variación porcentual acumulada 10 meses: 01/01/18=100 (en USD)



CDS de Mercados Emergentes y Latam comparados

Últimos 12 meses (en puntos básicos)



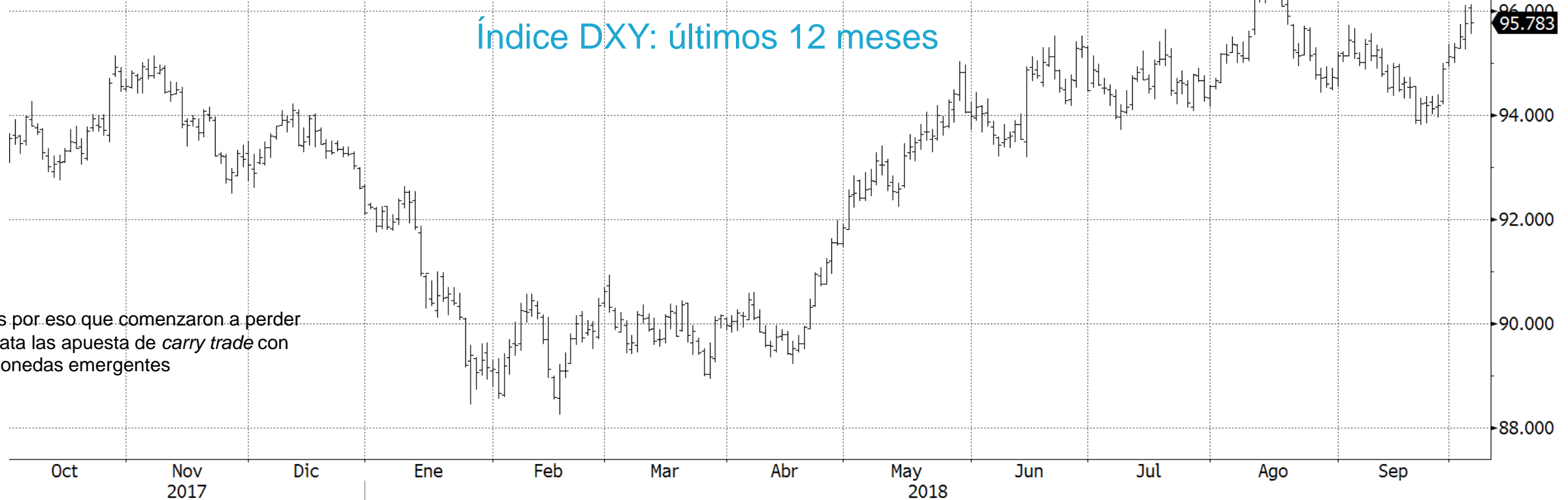
Valuación de acciones de Países Emergentes. Múltiplos por debajo de promedios históricos

Renta Variable (en USD)		PE trail. 12m	PE (forward 12m)	PBV trail. 12m	ROE (en %)	ROA (en %)	EV/EBITDA trail. 12m	EQ DIV Yld (en %)
Emergentes	MSCI Mercados emergentes	12.09	12.03	1.59	12.64	2.41	8.26	2.74
Argentina	MSCI Argentina	8.37	13.33	2.02	22.05	5.03	3.23	3.35
Brasil	MSCI Brasil	13.47	11.80	1.75	10.76	2.23	7.26	3.57
Chile	MSCI Chile	17.14	16.35	1.91	10.53	2.43	8.46	2.85
Colombia	MSCI Colombia	13.99	13.19	1.41	9.41	1.74	7.78	2.60
México	MSCI México	17.26	16.80	2.52	10.98	2.82	8.63	2.29
Perú	MSCI Perú	15.39	15.02	2.51	15.28	2.63	n.d.	3.48
China	MSCI China	12.48	12.26	1.66	13.26	1.89	10.22	2.32
Corea del Sur	MSCI Corea del Sur	8.71	8.60	1.00	10.74	2.63	5.61	1.98
India	MSCI India	20.32	19.14	3.00	13.72	3.10	12.79	1.35
Indonesia	MSCI Indonesia	16.45	15.24	2.70	16.56	3.83	9.47	2.71
Filipinas	MSCI Filipinas	19.09	17.32	2.11	11.06	2.61	12.40	1.62
Rusia	MSCI Rusia	6.02	5.88	0.85	13.93	5.00	4.26	5.53
Turquía	MSCI Turquía	7.00	6.99	1.09	16.00	2.13	7.58	4.73
Arabia Saudita	MSCI Arabia Saudita	15.20	14.53	1.90	12.04	2.74	10.76	3.74
Fronterizos	MSCI Frontier Mkts	11.54	12.62	1.82	15.12	2.55	6.30	3.90
All World	MXWD Index	16.87	15.86	2.34	12.92	2.11	11.36	2.37
Latinoamérica	MSCI EM Latin America	14.71	13.45	1.93	10.83	2.33	7.87	3.10

El dólar puso mucha presión a monedas emergentes. Recién ahora afloja un poco

El año en curso ha sido testigo de una fuerte recuperación del dólar después de la caída sufrida en trimestres previos: incide la expectativa de dos subas de tasas de referencia adicionales y que el proceso continúe dada la buena marcha de la economía basada en el empleo y otros indicadores de coyuntura.

Índice DXY: últimos 12 meses



Es por eso que comenzaron a perder plata las apuesta de *carry trade* con monedas emergentes

Índice de Monedas Emergentes: 2018

En puntos



Estrategia: conservar la cautela en renta fija

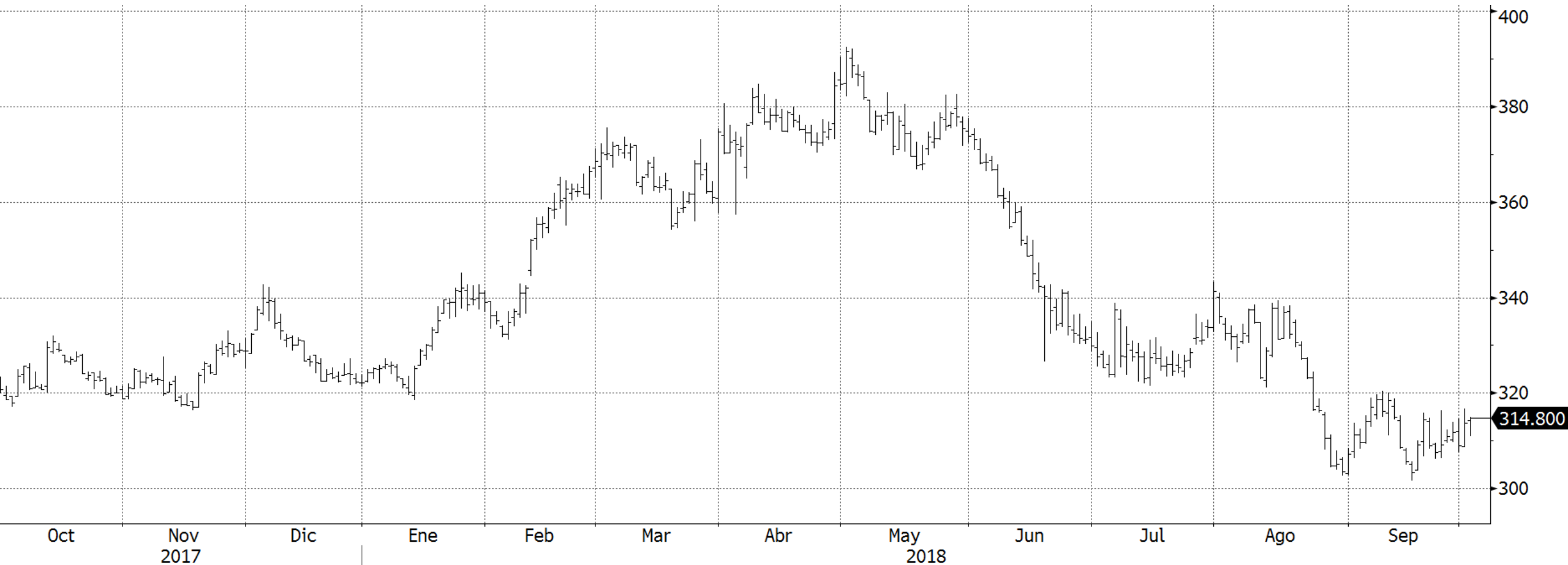
- Se mantendrá la **volatilidad en los mercados**: atención con las monedas emergentes, en especial de Latinoamérica.
- Seguir priorizando el **dólar** y otras monedas en las que la tasa de interés subirá.
- Fuerte impacto cuando los **fondos especulativos** entran y cuando se retiran.
- En **bonos** está claro que las tesorerías de países desarrollados tienen por delante más subas de tasas de referencia que hacen difícil que los recomendemos, y menos los más largos, ya que vemos a los bancos centrales tratando de subir la pendiente de la curva de rendimiento.
- En **mercados emergentes** priorizamos los créditos con grado de inversión y cortos (menor a 5Y).
- Bonos **high yield** o de alto riesgo se verán afectados un poco más.
- La parte larga de cualquier curva de rendimientos sigue estando expuesta a las recientes subas de tasas.

Acciones y Commodities: activos para entornos inflacionarios

- **Commodities:** en años con mayor crecimiento económico, la inflación es consecuencia de ese proceso y las materias primas son activos duros que responden bien en momentos de inflación.
- **Petróleo:** podría haber alcanzado un techo a corto plazo por el aumento de la producción de la OPEP y Rusia y que la mayor oferta del shale oil norteamericano continúe.
- La reversión en el flujo de fondos que sucedió a partir de febrero produjo un severo ajuste en acciones de emergentes y sobre todo de Latinoamérica, en una región en la que además de Argentina, tanto México (por su proceso electoral) como Brasil (huelgas y elecciones sin un fuerte candidato a la vista) se encuentran bajo presión.
- **Big Caps y Dow Jones:** premio por crecimiento y la reforma fiscal (ganancias corporativas).
- Tecnología detuvo su clara tendencia alcista pero no la revirtió.
- Financieras deberían beneficiarse del mayor spread de tasas de interés.
- No aumentar posición en petroleras y acciones que compiten con la tasa de interés, como empresas de elevados dividendos o conservadoras.

Soja: presión bajista por la mayor oferta y guerra comercial

En USD por tonelada, 1 año



SMZ8 Comdty (SOYBEAN MEAL FUTR Dec18) Soja Diario 02OCT2017-02OCT2018

Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

02-Oct-2018 14:41:35

Commodities: Petr6leo

En USD por barril de WTI (6ltimos 12 meses)



CL1 Comdty (Generic 1st 'CL' Future) Petroleo WTI Diario 02OCT2017-02OCT2018

Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

02-Oct-2018 14:42:07



Commodities: Oro

En USD por onza troy



GC1 Comdty (Generic 1st 'GC' Future) ORO Diario 02OCT2017-02OCT2018

Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

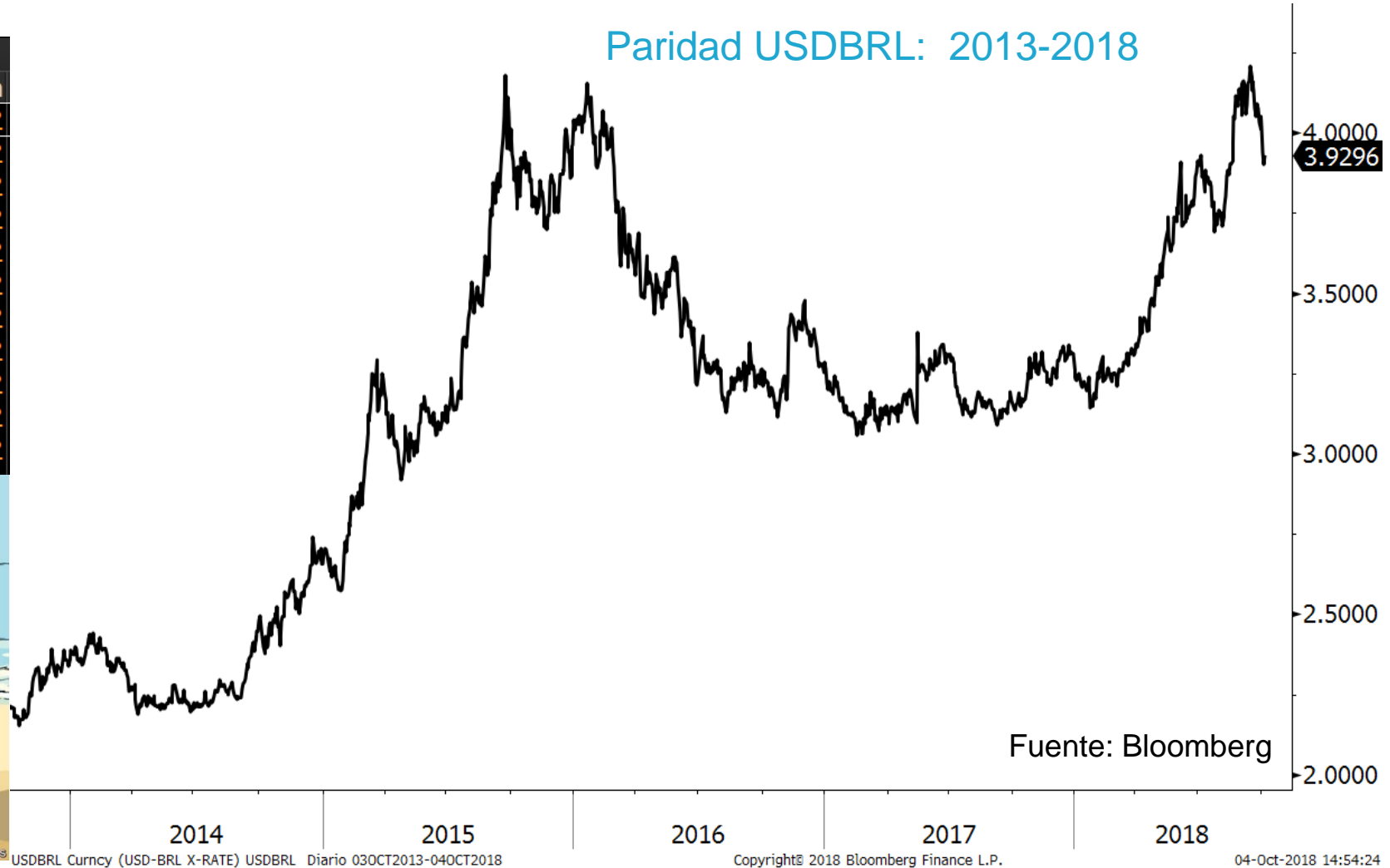
02-Oct-2018 14:42:29



Brasil: lento regreso de la confianza de los inversores

La carrera presidencial: encuestas

IBOPE Pesquisa		
	Últ	Hora
Bolsonaro	32	10/02
Haddad	23	10/02
Ciro	10	10/02
Alckmin	7	10/02
Marina	4	10/02
Amoedo	2	10/02
A.Dias	1	10/02
Meirelles	2	10/02
Boulos	0	10/02
Not Answ.	6	10/02
Null	11	10/02



Brasil: otro año de lento crecimiento signado por temas políticos

- Estimación de crecimiento de 1,6% de Bloomberg y 1,4% de consenso del BCB con inflación del 3,7% para este año.
- El Gobierno continuará con su objetivo de reducir el alto déficit fiscal ya que del lado de la cuenta corriente está tranquilo.
- Quedan pendientes reformas estructurales: reforma previsional.

Indicador	2016	2017	2018e	2019e	2020e
PIB real (YoY%)	-3.5	1.0	1.5	2.4	2.5
IPC (YoY%)	8.8	3.5	3.7	4.2	4.1
Tasa Banco Central (%)	13.8	7.0	6.7	8.2	8.0
Rendimiento neto (%)	4.5	3.4	2.8	3.8	3.7
Desempleo (%)	11.3	12.9	12.2	11.2	10.9
Cuenta corriente (% PIB)	-1.3	-0.5	-0.9	-1.5	-1.7
Presupuesto (% PIB)	-9.7	-8.9	-7.2	-6.5	-5.9

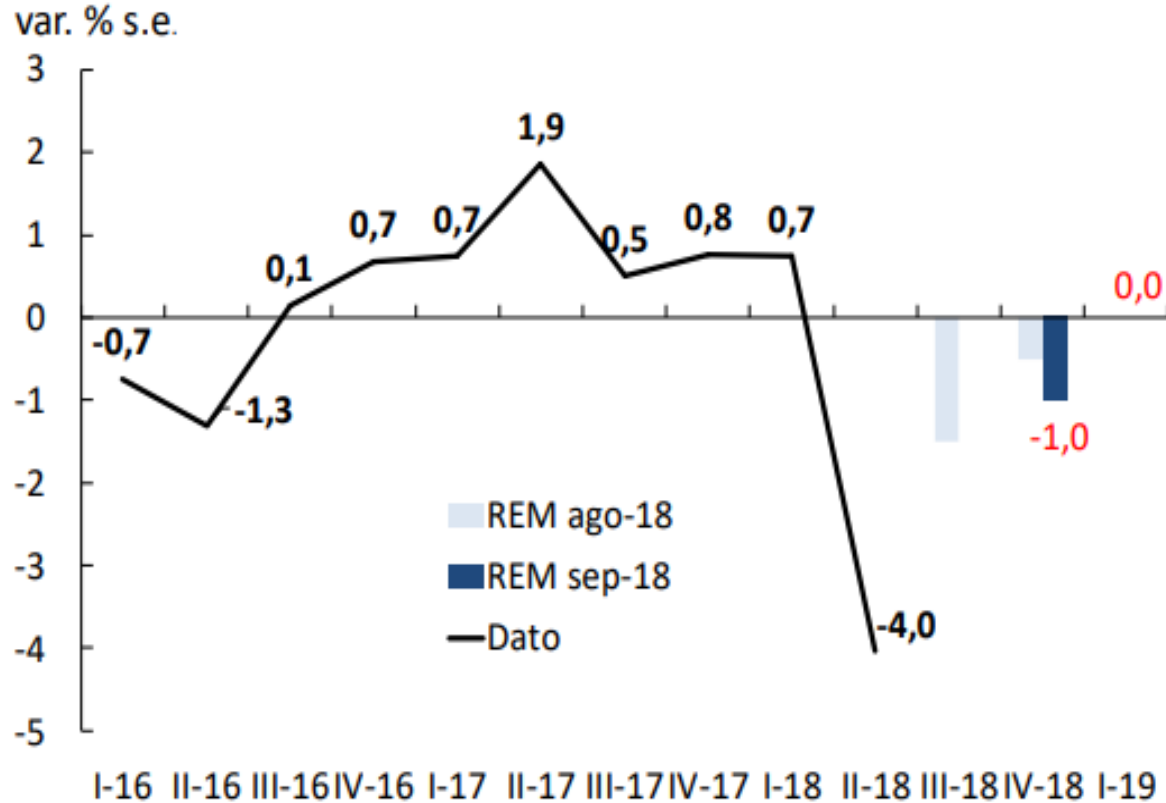
Fuente: Bloomberg

Argentina



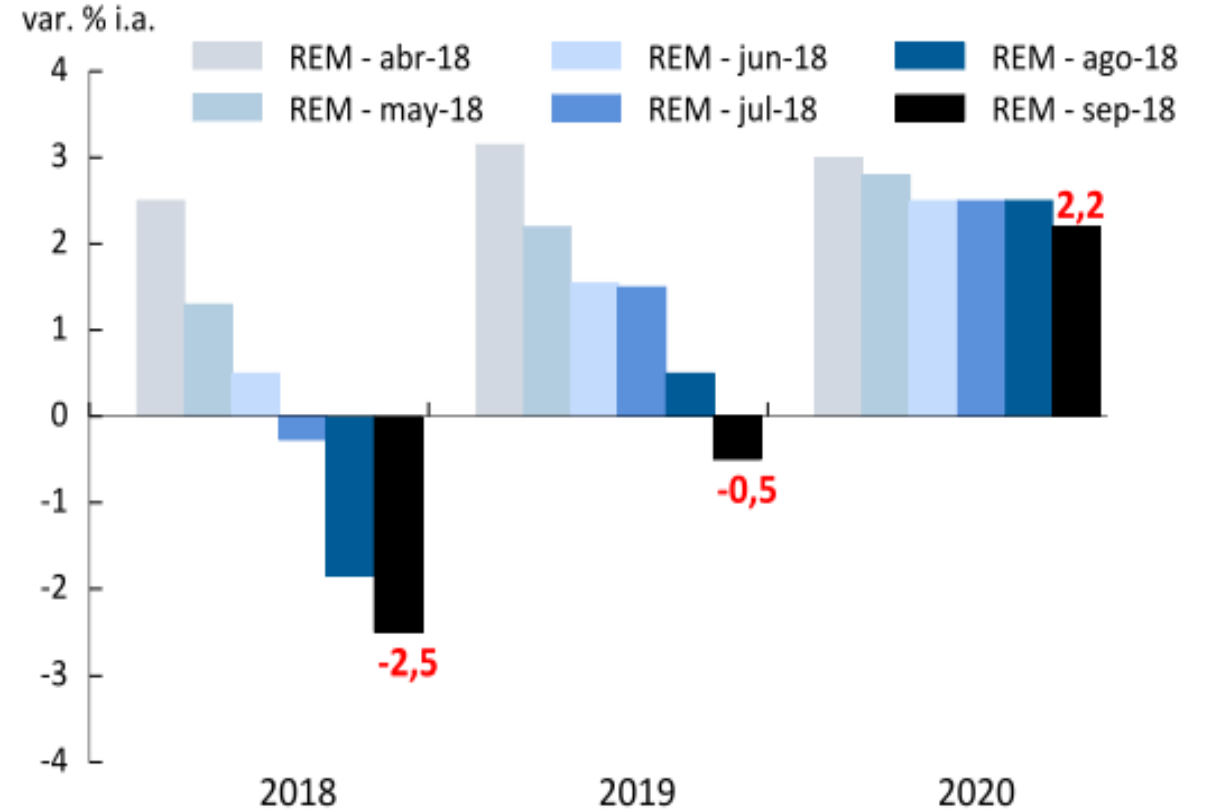
Atravesando la recesión

Expectativa de crecimiento trimestral (desestacionalizado)



Fuente: REM - BCRA (sep-18)

Expectativa privada (REM de septiembre)



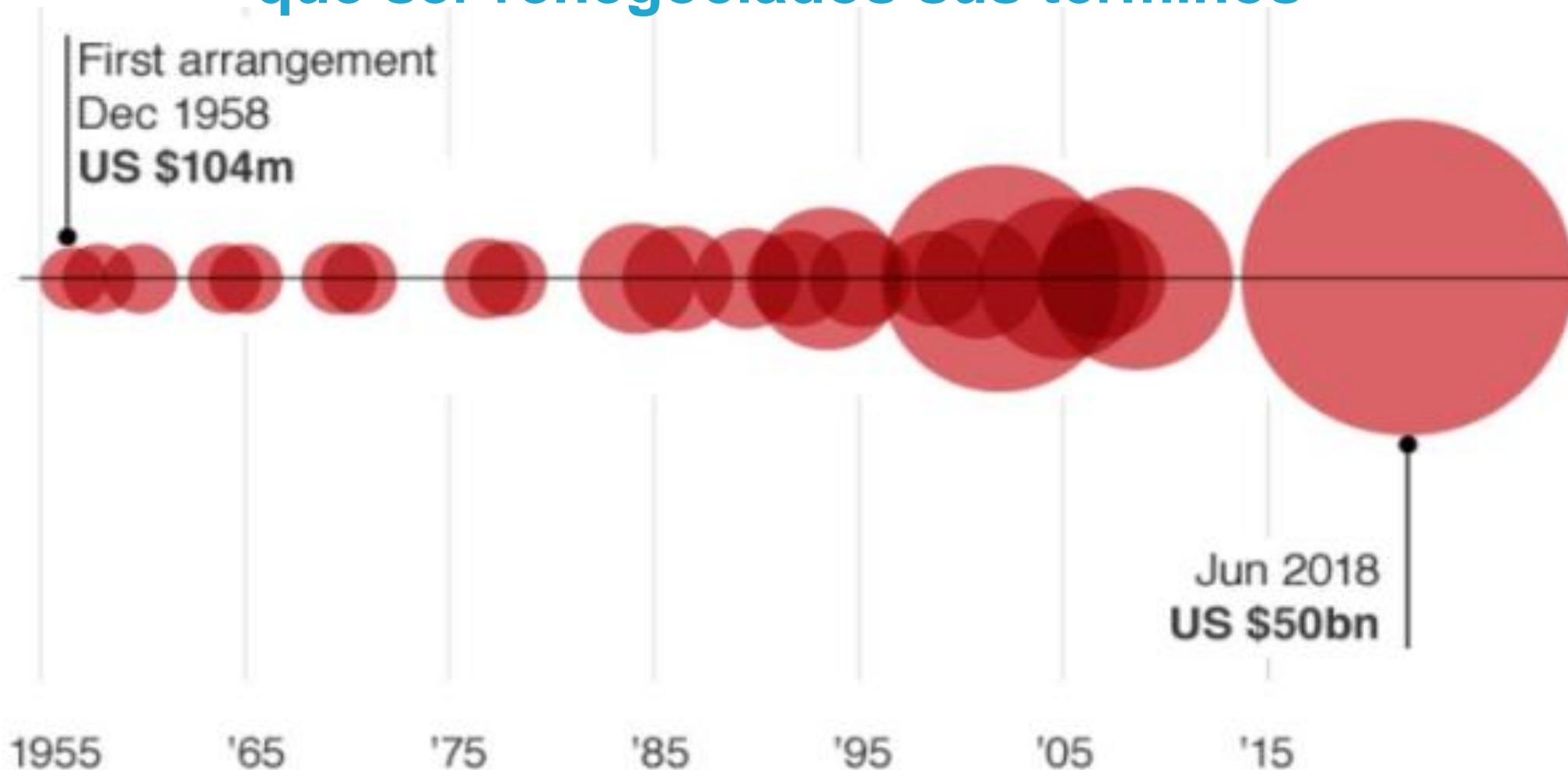
Fuente: REM - BCRA (sep-18)

Argentina: expectativas de variables macroeconómicas básicas

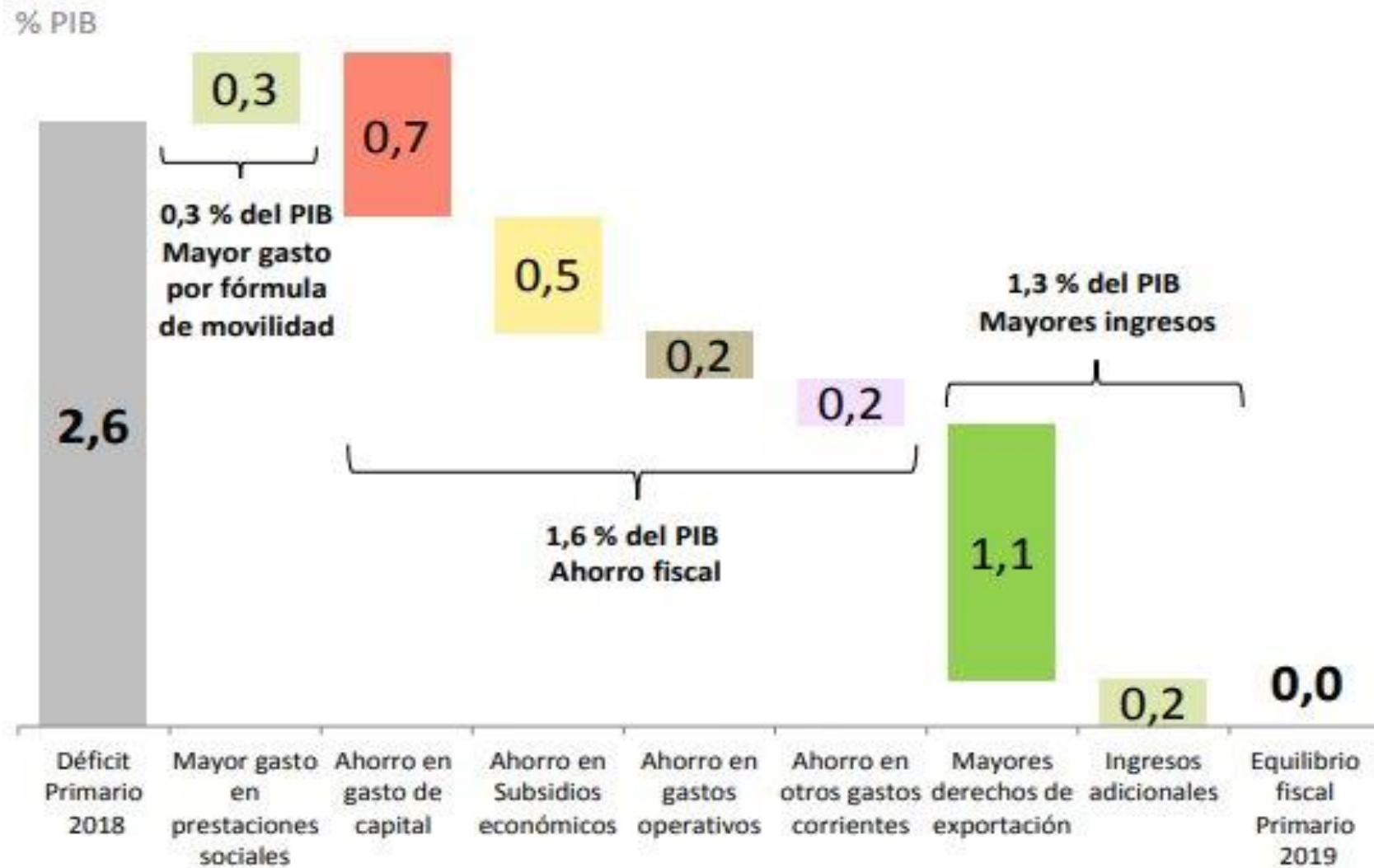
Indicador	2016	2017e	2018e	2019e
PBI real (REM, YoY%)	-1.8	2.9	-2.5	-0.5
Consumo Privado (YoY%)	-1.0	3.7	0.8	0.7
Consumo del Estado (YoY%)	0.4	2.5	-1.1	-0.2
Inversión en capital fijo (YoY%)	-4.8	10.3	6.5	1.0
Exportaciones (YoY%)	6.0	0.4	4.7	5.0
Importaciones (YoY%)	6.0	12.4	3.0	-0.2
Producción Industrial (YoY%)	-4.5	2.0	0.8	2.2
IPC (Oficial, YoY, REM y estimación)	39.0	25.3	44.8	27.0
Desempleo (% , Bloomberg)	-	8.4	8.5	8.3
Cta. Corriente (% del PBI, Bloomberg)	-2.7	-5.1	-4.5	-3.3
Res. Fiscal Primario (% PBI, Financiero)	-4.6	-3.9	-2,7	-1,3
R. Fiscal Financiero (% PBI, Financiero)	-5,7	-6.0	-5.1	-3.8
Tasa BCRA (% , Bloomberg)	24.00	28.75	60.0	35.0
Paridad USDARS (ROFEX y proyección)	15.80	18.62	43.00	54.6

Fuente: Bloomberg, REM, BCRA

FMI: el mayor paquete de la historia mundial y ya tienen que ser renegociados sus términos



Déficit fiscal primario cero para 2019: ¿como se lograría?



Vencimiento de capital 2018-2019

- Este año, la mayor carga de compromisos son títulos de deuda en dólares en manos del sector público. El Gobierno tendrá que pagar del Bonar 9% 2018 unos USD 3,1 Bn. Sólo USD 0,3 Bn está en poder del sector privado.
- En 2019, la mayor carga de vencimientos son bonos en dólares que están en manos del sector privado por un monto de USD 4 Bn (USD 2,8 Bn del Birad 6.25% 2019 y USD 1,2 Bn del Bonar 8.75% 2024). El sector público sólo cuenta con USD 1,9 Bn del Bonar 9% 2019.
- El año próximo, al sector público se le tendrá que abonar USD 4,7 Bn de títulos en moneda local (USD 0,5 Bn del Bonar Dual 4.5% 2019, USD 1,3 Bn del Bonar CER+3.75% 2019, USD 0,9 Bn del Bonar Badlar+2.5% 2019, USD 1,7 Bn del Boncer 4.25%+CER 2019 y USD 0,4 Bn del Bonar Badlar+3% 2019).
- Al sector privado, se le tendrá que abonar de títulos en pesos un total de USD 2,7 Bn (USD 1,5 Bn del Bonar Dual 4.5% 2019, USD 0,8 Bn del Bonar CER+3.75% 2019, USD 0,2 Bn del Bonar Badlar+2.5% 2019).

Vencimientos de capital de bonos por tenedor

USD miles de millones	Sector Público	Sector Privado	Total
Oct– Dic 2018			
Títulos en Moneda Extranjera	3,1	0,3	3,4
BONAR/U\$S/9%/2018/29-11-2018	3,1	0,3	3,4
Títulos en Pesos	0,0	0,1	0,1
Varios	0,0	0,1	0,1
2019			
Títulos en Moneda Extranjera	2,0	4,0	6,0
BIRAD/U\$S/6,25%/22-04-2019 (Global '19)	0,0	2,8	2,8
BONAR/U\$S/8,75%/2024	0,1	1,2	1,3
BONAR/U\$S/9%/2019/15-03-2019	1,9	0,0	1,9
Títulos en Pesos	4,7	2,7	7,4
BONAR DUAL/DLK/4,5%/21-06-2019	0,5	1,5	2,0
BONAR/\$/1,7056%/CER+3,75%/2-19	1,3	0,8	2,0
BONAR/\$/BADLAR+250PB/11-03-19	0,9	0,2	1,0
BONCER/\$/4,25%+CER/15-04-2019	0,7	0,0	0,7
BONCER/\$/4,25%+CER/15-01-2019	1,0	0,0	1,0
BONAR/\$/BADLAR+300PB/10-06-19	0,4	0,0	0,4
OTROS	0,0	0,2	0,2

Fuente: Ministerio de Hacienda

Programa Financiero

- El nuevo acuerdo con el FMI permitirá a Argentina prácticamente no realizar colocaciones de deuda en el mercado en lo que resta de 2018 y 2019.
- Con el mayor financiamiento disponible de 2018, el país podría reducir el uso de caja y comenzar el año próximo con un saldo disponible cercano a los USD 5.400 M, dando una mayor flexibilidad financiera.
- Esto permitirá que Argentina necesite refinanciar este año solo el 50% de las Letes en dólares y el equivalente al 100% de las Letes en pesos, y en 2019 el 60% de las Letes en pesos y dólares.
- Argentina tendría que volver a realizar colocaciones netas en los mercados recién en 2020.
- Las necesidades financieras de este año alcanzan los USD 14,9 Bn. Esto incluye USD 5,7 Bn de déficit primario, USD 4,6 Bn de intereses (privados, IFIs y sector público financiero), USD 4,1 Bn de vencimientos de capital (USD 3,7 Bn de operaciones Repo y USD 0,4 Bn de bonos locales), y USD 0,5 Bn de vencimientos de capital de organismos multilaterales (IFIs).
- Dichas necesidades estarían cubiertas sin problemas este año. Se recibirían los USD 13,4 Bn del FMI, USD 1,9 Bn de financiamiento privado (Repo), USD 2,3 Bn de financiamiento de organismos multilaterales, y un saldo de caja de USD 5,3 Bn. En total, las fuentes sumarían USD 22,9 Bn, que servirían para cubrir las necesidades de lo que queda de 2018 por USD 14,9 Bn.

Programa Financiero 2018

- Hay que tomar en cuenta que este año vencen Letes en dólares y pesos por USD 8,2 Bn, y en el programa financiero se incluye que se renovarían unos USD 5,6 Bn. Con lo cual, la diferencia entre Fuentes y Necesidades (ex. Letes) se utilizaría para pagar vencimientos de Letes en dólares no refinanciados.
- De esta forma, quedaría un saldo remanente de USD 5,4 Bn, que serviría como saldo inicial de caja para 2019.

USD mm	Oct-Dic 2018
Necesidades (ex. Letes)	14.9
Déficit Primario	5.7
Plan gas	0.0
Intereses (priv., IFIs, sec. público fin.)	4.6
Vencimientos de Principal (privados)	4.1
Bonos Internacionales	0.0
Bonos Domésticos	0.4
<i>Otros</i>	0.4
Repo	3.7
Vencimientos de Principal IFIs	0.5
<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>	0.4
<i>Otros</i>	0.1
<i>Club de Paris</i>	0.0
Letes (privados)	8.2
Letes en USD	5.2
Letes en ARS	3.0

	Oct-Dic 2018
Fuentes (ex. Letes)	22.9
Saldo inicial de caja	5.3
FMI	13.4
Financiamiento Privado	1.9
Mercado Internacional	0.0
Mercado Doméstico	0.0
Repo	1.9
Financiamiento IFIs (ex-FMI)	2.3
<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>	2.2
<i>Otros</i>	0.1
<i>Club de Paris</i>	0.0
Letes (privados)	5.6
Letes en USD	2.6
Letes en ARS	3.0

Fuente: Ministerio de Hacienda

Programa Financiero 2019

- En 2019, las necesidades de financiamiento (excluyendo Letras del Tesoro) alcanzan los USD 27,9 Bn y estarían cubiertas con fuentes de financiamiento (excluyendo Letes) por USD 34,5 Bn.
- Este monto estaría compuesto por los USD 22,8 Bn que ingresarían del FMI en 2019, más el financiamiento del repo por USD 1,7 Bn, más lo que ingresaría por organismos multilaterales (unos USD 4,6 Bn), y el saldo de caja inicial de USD 5,4 Bn.
- Se supone que el próximo año habría déficit primario cero, pero habría que pagar intereses (tanto a privados como a organismos multilaterales y al sector público financiero) por USD 14,1 Bn, además de los vencimientos de capital a privados por USD 9,5 Bn, a organismos multilaterales por USD 3,6 Bn, y al plan gas por USD 0,6 Bn. Todo esto sería cubierto con los USD 34,5 Bn que ingresan de fuentes de financiamiento.
- En este año también hay que tomar en cuenta que vencen Letes en dólares y pesos por USD 14,5 Bn, y en el programa financiero se incluye que se renovarían unos USD 8,7 Bn. Con lo cual, la diferencia entre Fuentes y Necesidades (ex. Letes) se utilizaría para pagar vencimientos de Letes en dólares no refinanciados.
- Quedaría un saldo de USD 0,9 Bn, que serviría como saldo inicial de caja para 2020, año en el que el Gobierno podría financiarse a través de los mercados de deuda, ya con un superávit primario de USD 5,2 Bn.

Programa Financiero 2019

USD mm	2019
Necesidades (ex. Letes)	27.9
Déficit Primario	0.0
Plan gas	0.6
Intereses (priv., IFIs, sec. público fin.)	14.1
Vencimientos de Principal (privados)	9.5
Bonos Internacionales	2.8
<i>Global '19</i>	2.8
Bonos Domésticos	3.9
<i>Bonar '24</i>	1.2
<i>ARGDUO '19</i>	1.5
<i>ARGCER '19</i>	0.8
<i>ARGBON '19 Badlar+250</i>	0.2
<i>Otros</i>	0.2
Repo	2.9
Vencimientos de Principal IFIs	3.6
<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>	1.7
<i>Otros</i>	0.2
<i>Club de Paris</i>	1.7
Letes (privados)*	14.5
Letes en USD	7.6
Letes en ARS	6.9

	2019
Fuentes (ex. Letes)	34.5
Saldo inicial de caja	5.4
FMI	22.8
Financiamiento Privado	1.7
Mercado Internacional	0.0
Mercado Doméstico	0.0
Repo	1.7
Financiamiento IFIs (ex-FMI)	4.6
<i>BID+Banco Mundial+CAF</i>	4.4
<i>Otros</i>	0.2
<i>Club de Paris</i>	0.0
Letes (privados)	8.7
Letes en USD	4.6
Letes en ARS	4.1

Fuente: Ministerio de Hacienda

Programa Financiero 2020

USD mm	2020
Necesidades (ex. Letes)	25.8
Déficit Primario	-5.2
Plan gas	0.6
Intereses (priv., IFIs, sec. público fin.)	15.4
Vencimientos de Principal (privados)	12.0
Bonos Internacionales	0.4
<i>Biraf '20</i>	0.4
Bonos Domésticos	10.9
<i>Bonar '24</i>	1.2
<i>ARGDUO '20</i>	1.6
<i>Bonar '20</i>	2.5
<i>Botapo 2020</i>	2.3
<i>Bonte 2020</i>	2.0
<i>Bonte 2021</i>	0.0
<i>Otros</i>	1.3
Repo	0.7
Vencimientos de Principal IFIs	2.9
Letes (privados)	9.0
Letes en USD	4.6
Letes en ARS*	4.5

	2020
Fuentes (ex. Letes)	25.8
Saldo inicial de caja	0.9
FMI	5.9
Financiamiento Privado	16.1
Mercado Internacional	0.0
Mercado Doméstico	15.5
<i>Refinanciación</i>	10.9
<i>Nuevas colocaciones</i>	4.6
Repo	0.5
Financiamiento IFIs (ex-FMI)	2.9
Letes (privados)	9.0
Letes en USD	4.6
Letes en ARS	4.5

Fuente: Ministerio de Hacienda

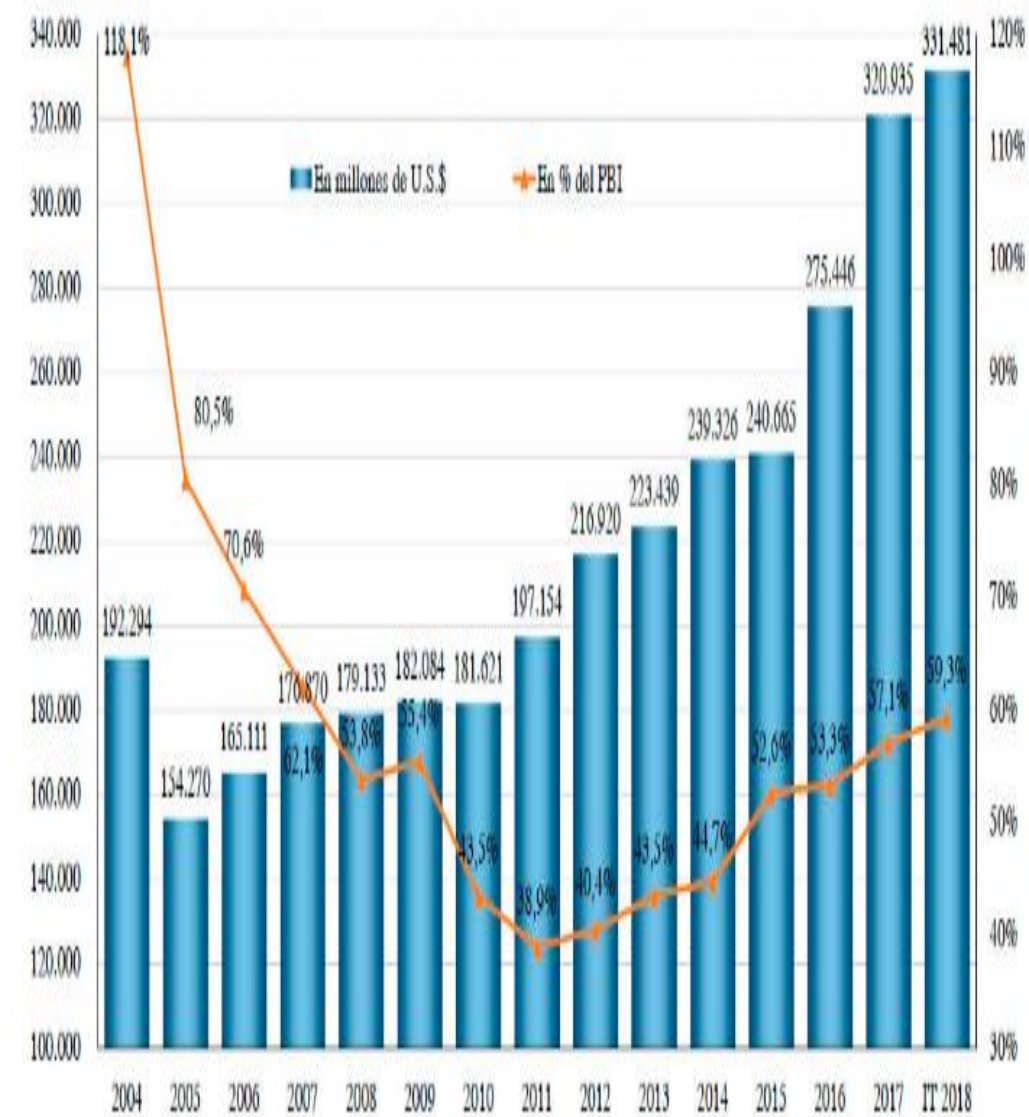
Composición de la Deuda Pública (a marzo de 2018)

Concepto	Monto	% PIB	Tipo de Deuda
Agencias del Estado	USD 153,149	27.40%	No exigible
Multi y Bilaterales	USD 29,494	5.30%	No exigible
Sector Privado	USD 148,838	26.60%	exigible
TOTAL	USD 331,481	59.30%	

¿Cómo vence la deuda privada?

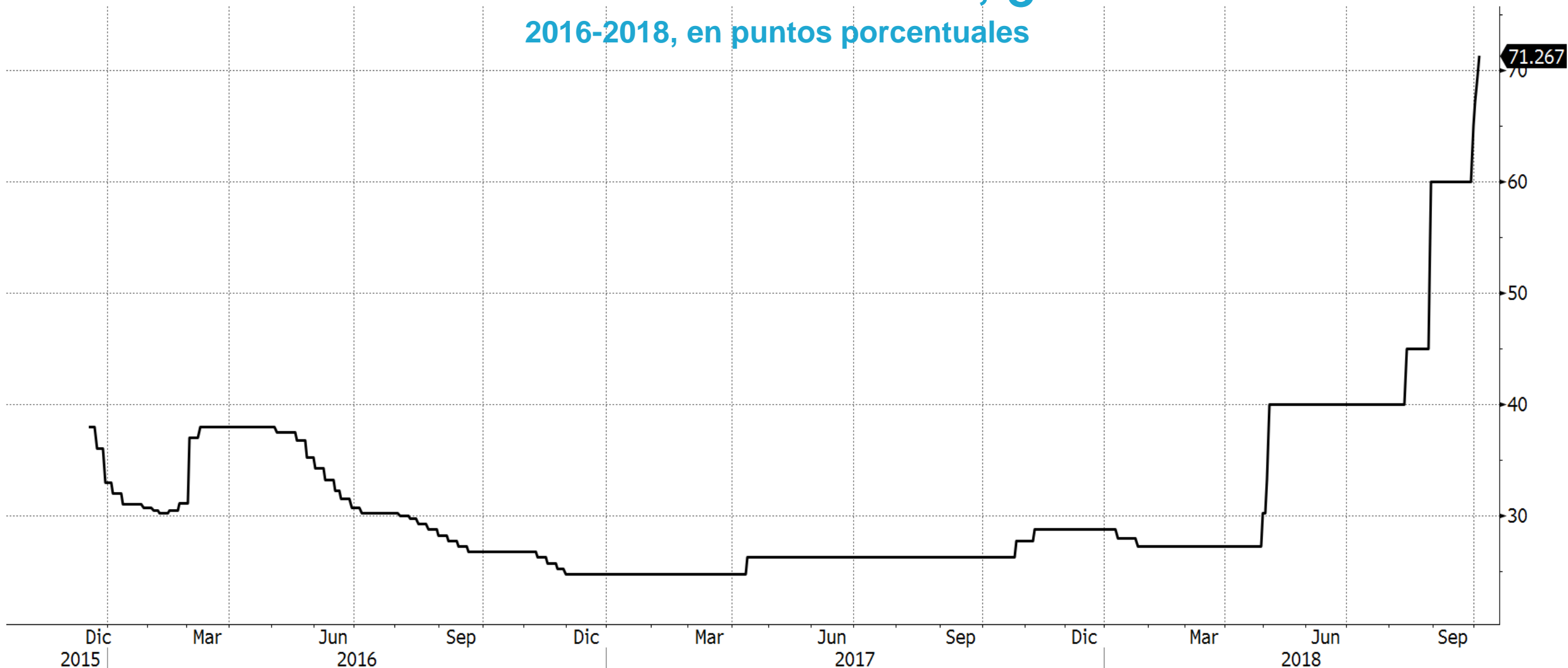
Entre los años 2018 y 2019	USD 39,389 M	27.0%
Entre los años 2020 y 2024	USD 40,556 M	27.8%
Entre los años 2025 y 2034	USD 46,246 M	31.7%
Entre los años 2035 y 2089	USD 19,695 M	13.5%
Deuda Privada	USD 145,887 M *	100%
Deuda Pendiente de reestructuración	USD 2,904 M	
DEUDA PRIVADA EXIGIBLE	USD 148,791 M	

El 79,6% de esta deuda es a tasa fija, el 66,9% está nominada en dólares, y el 82,4% esta instrumentada a través de título públicos.



Tasa de referencia del BCRA en 60%, ¿hasta fin de año?

2016-2018, en puntos porcentuales



ARLLMONP Index (Argentina Blended Historical Policy Rate) Tasa Política Monetari

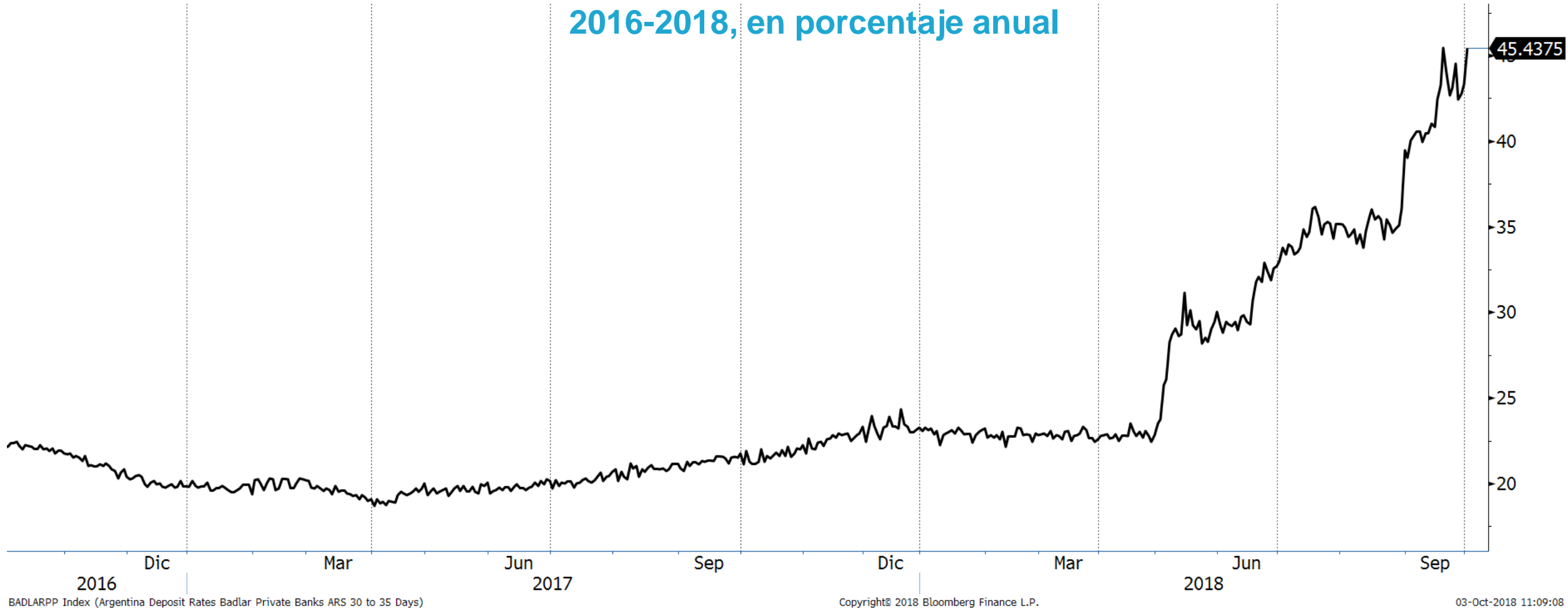
Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

04-Oct-2018 14:56:59



Tasa Badlar arbitra la devaluación, por arriba de la inflación proyectada para todo el año

2016-2018, en porcentaje anual



BADLARPP Index (Argentina Deposit Rates Badlar Private Banks ARS 30 to 35 Days)

Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

03-Oct-2018 11:09:08

Tipo de cambio: encontrando un techo

PARIDAD USDARS: ROFEX

Contrato	Cant Cpra	Cpra	Vta	Cant Vta	Ult	Var	Var. %	Vol. Operado	
Dólar USA		Contratos: 162.109							
DOOct18	5	40,123	40,190	30	40,140	+0,74	1,88 %	11.711	
DOOct18A	1.000	40,140	40,170	2.000	40,160	+0,76	1,93 %	91.000	
DONov18	10	42,121	42,204	10	42,150	+1,03	2,50 %	2.508	
DONov18A	1.000	42,120	42,270	1.000	42,150	+1,03	2,50 %	17.000	
DODic18	10	43,821	43,899	10	43,910	+1,21	2,83 %	4.309	
DODic18A	1.000	43,820	43,900	2.000	43,950	+1,25	2,93 %	15.000	
DOEne19	10	45,779	46,080	10	46,000	+1,45	3,25 %	284	
DOEne19A	1.000	45,570	46,050	2.000	-	-	-	-	
DOFeb19	30	47,201	47,769	30	47,880	+1,78	3,86 %	3	
DOFeb19A	1.000	47,020	48,150	1.000	-	-	-	-	
DOMar19	41	49,000	49,300	55	49,000	+1,5	3,16 %	580	
DOMar19A	1.000	48,500	49,500	1.000	-	-	-	-	
DOAbr19	5.000	49,450	-	-	49,450	+0,23	0,47 %	500	
DOAbr19A	5.000	49,450	54,000	1.000	49,300	+0,08	0,16 %	6.000	
DOMay19	100	50,500	53,000	10	-	-	-	-	
DOMay19A	1.000	50,500	53,000	1.000	-	-	-	-	

PARIDAD USDARS: 12 meses



USDARS Curncy (USD-ARS X-RATE) Peso (ARS) Diario 04OCT2017-04OCT2018

Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

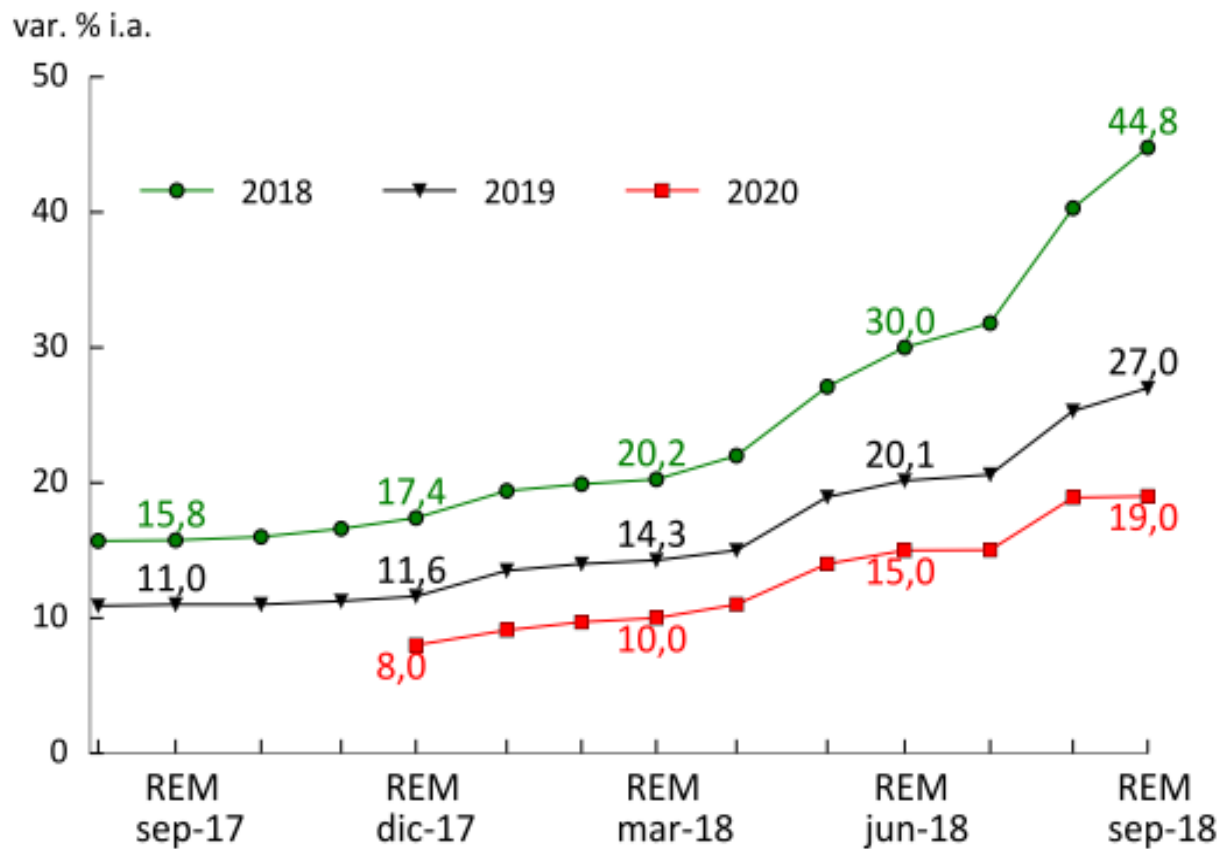
04-Oct-2018 14:57:43

Tipo de cambio real multilateral: mucho más competitivos, facilitando la salida exportadora

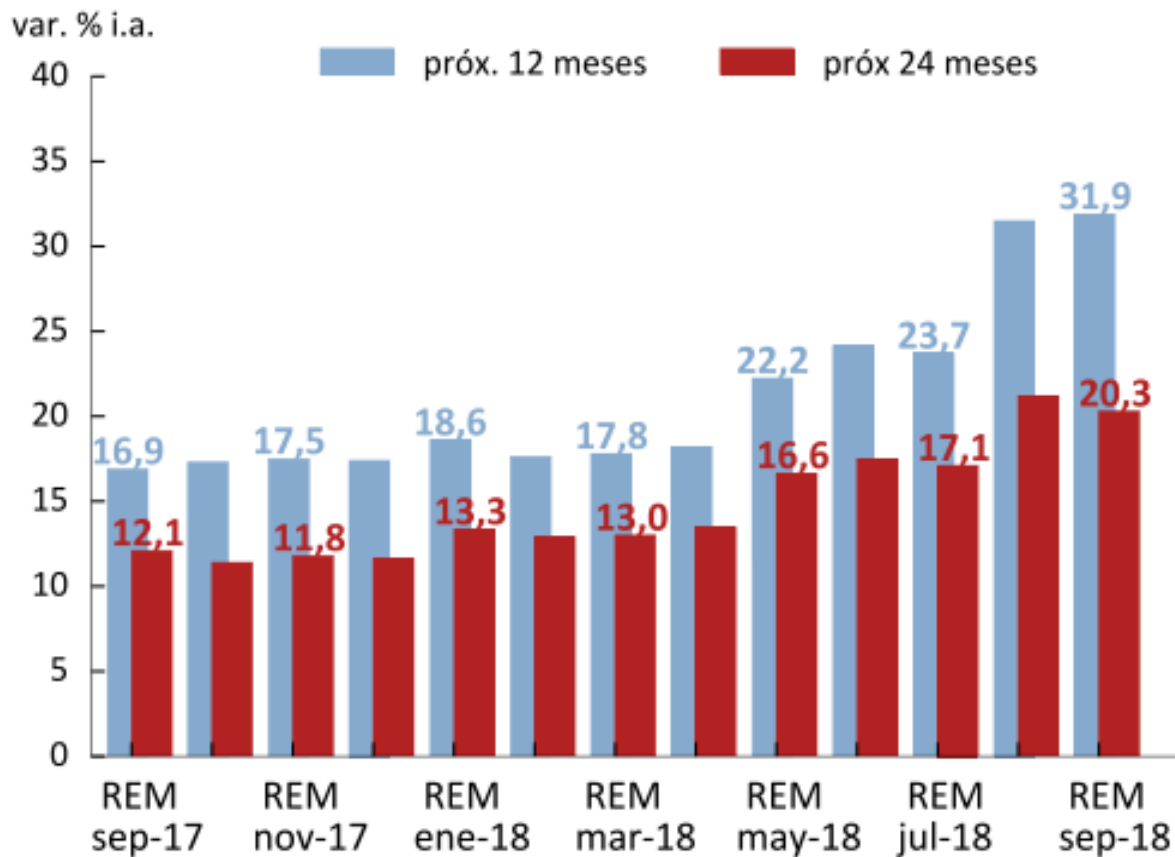
PARIDAD USDARS multilateral, 2010-2018



Sin target de inflación, el BCRA apuesta a controlar los agregados monetarios secando la plaza de pesos

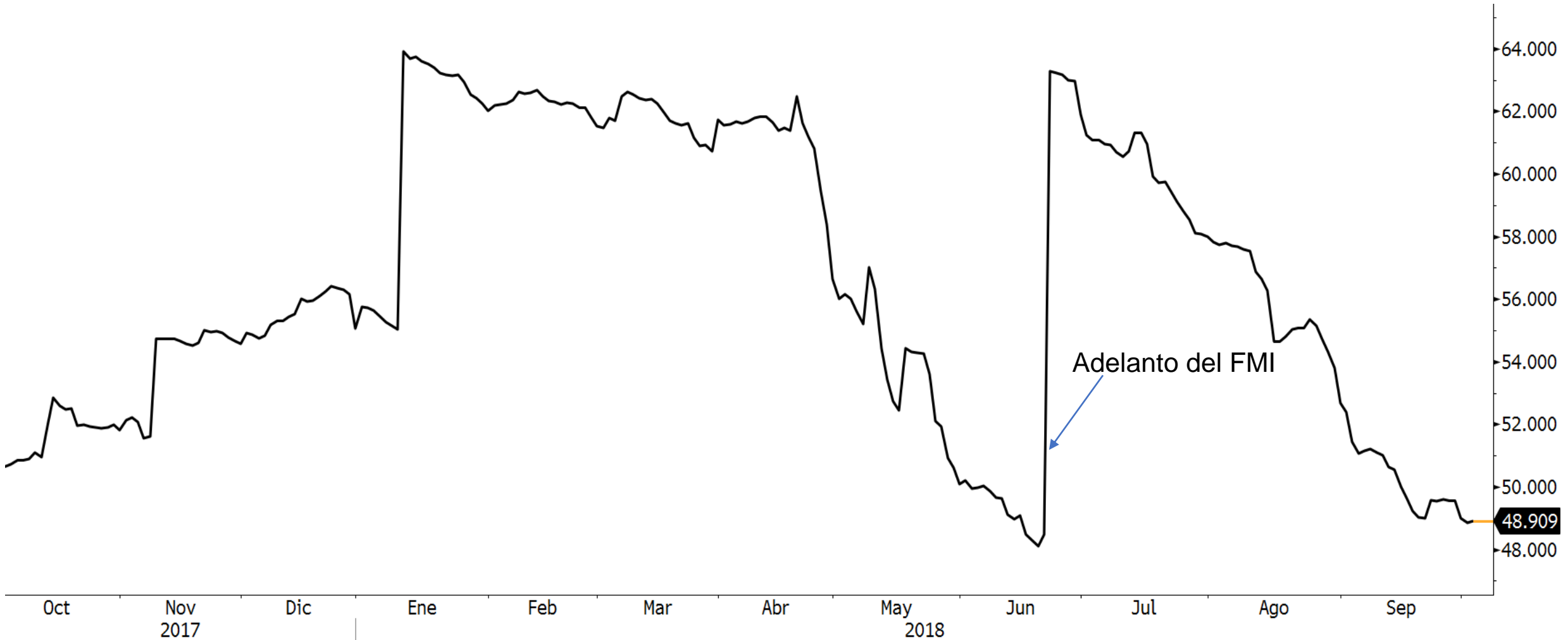


Fuente: REM - BCRA (sep-18)



Fuente: REM - BCRA (sep-18)

Reservas Internacionales: fuerte caída por ventas del BCRA



ARRVIRFS Index (Argentina International Reserves in USD) Reservas ARG Diario 03

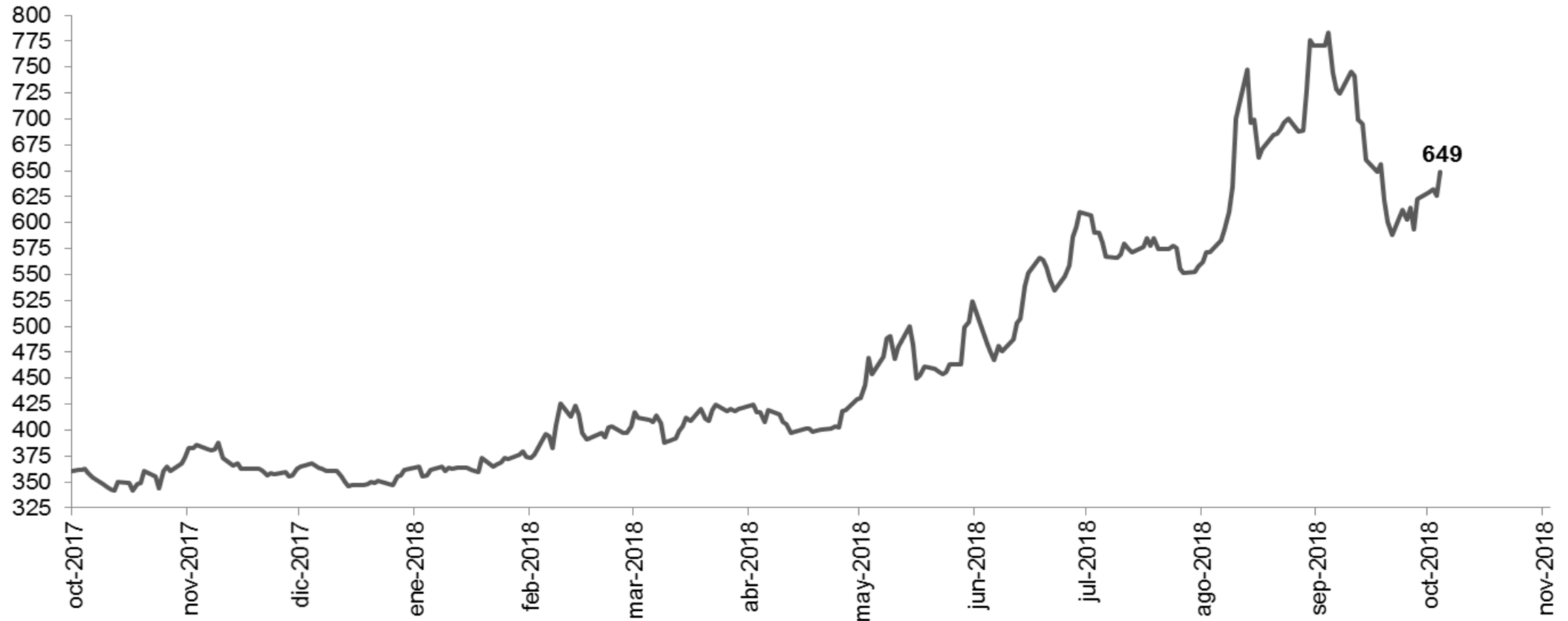
Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

03-Oct-2018 11:12:44

Riesgo país

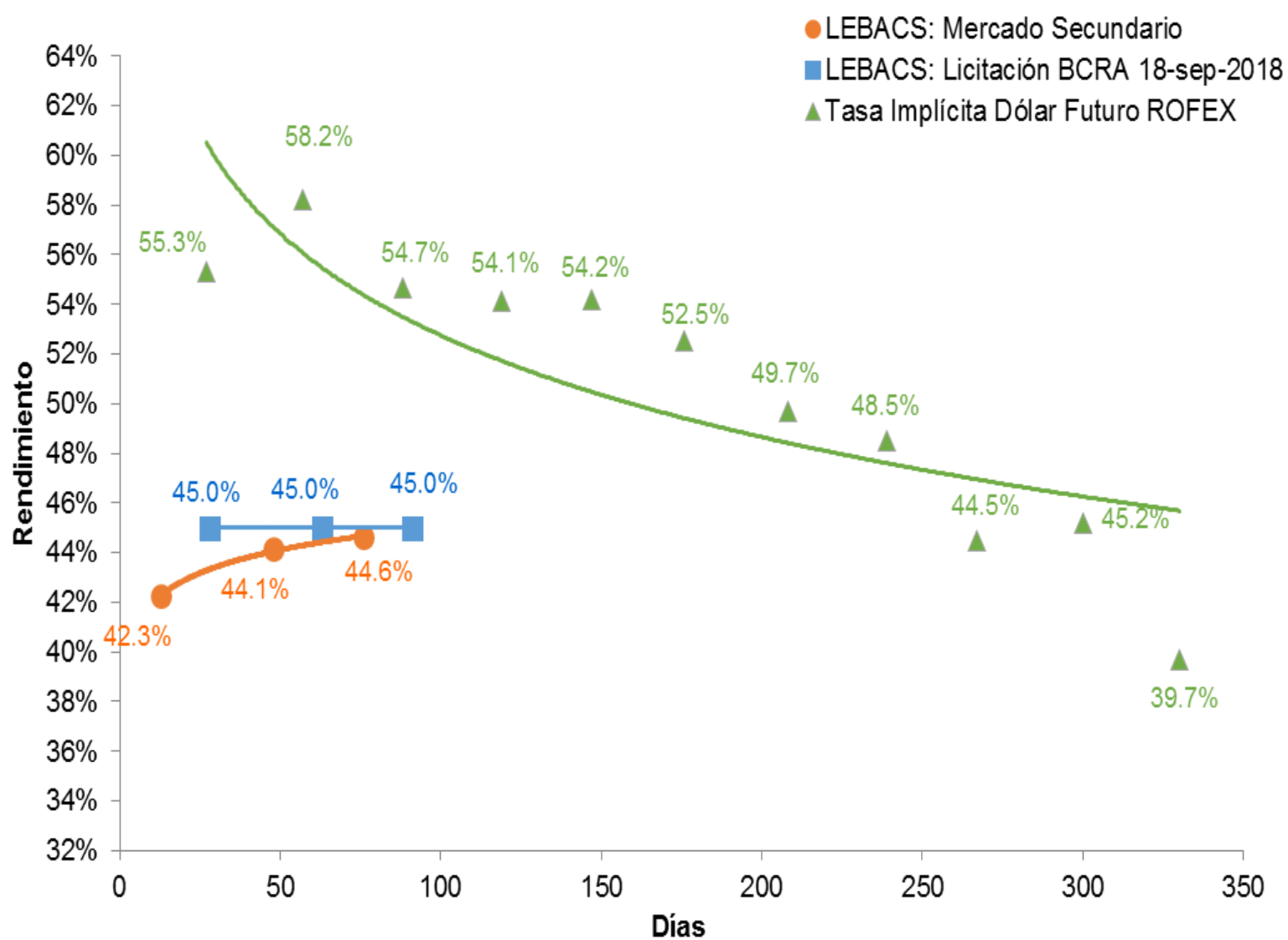
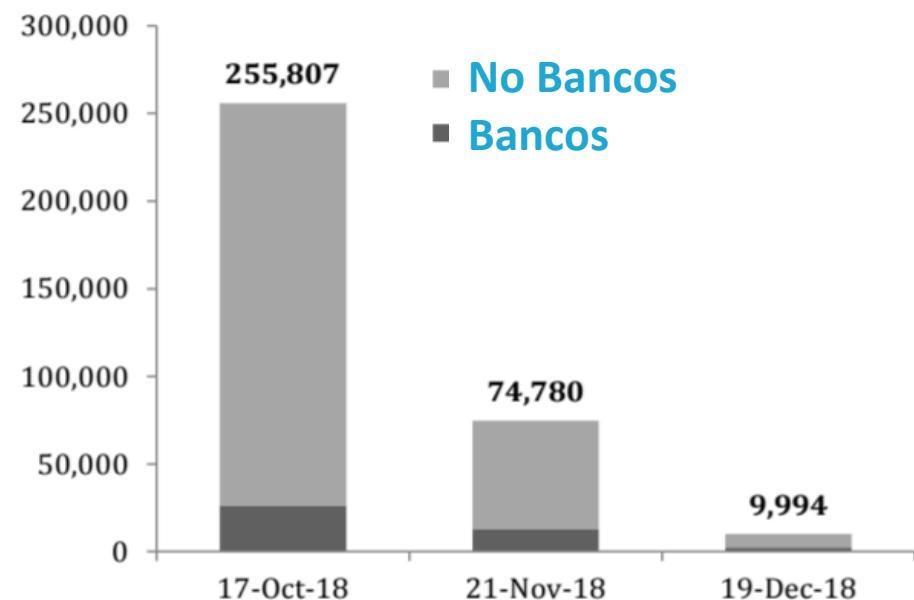
En puntos básicos, 12 meses

Las expectativas sobre el nuevo acuerdo con el FMI hicieron que el riesgo país cayera desde el máximo cercano a los 800 puntos a un mínimo de septiembre de 588 puntos. Aunque en octubre se incrementa por dudas sobre si Argentina cumplirá con las metas fiscales impuestas por el Fondo



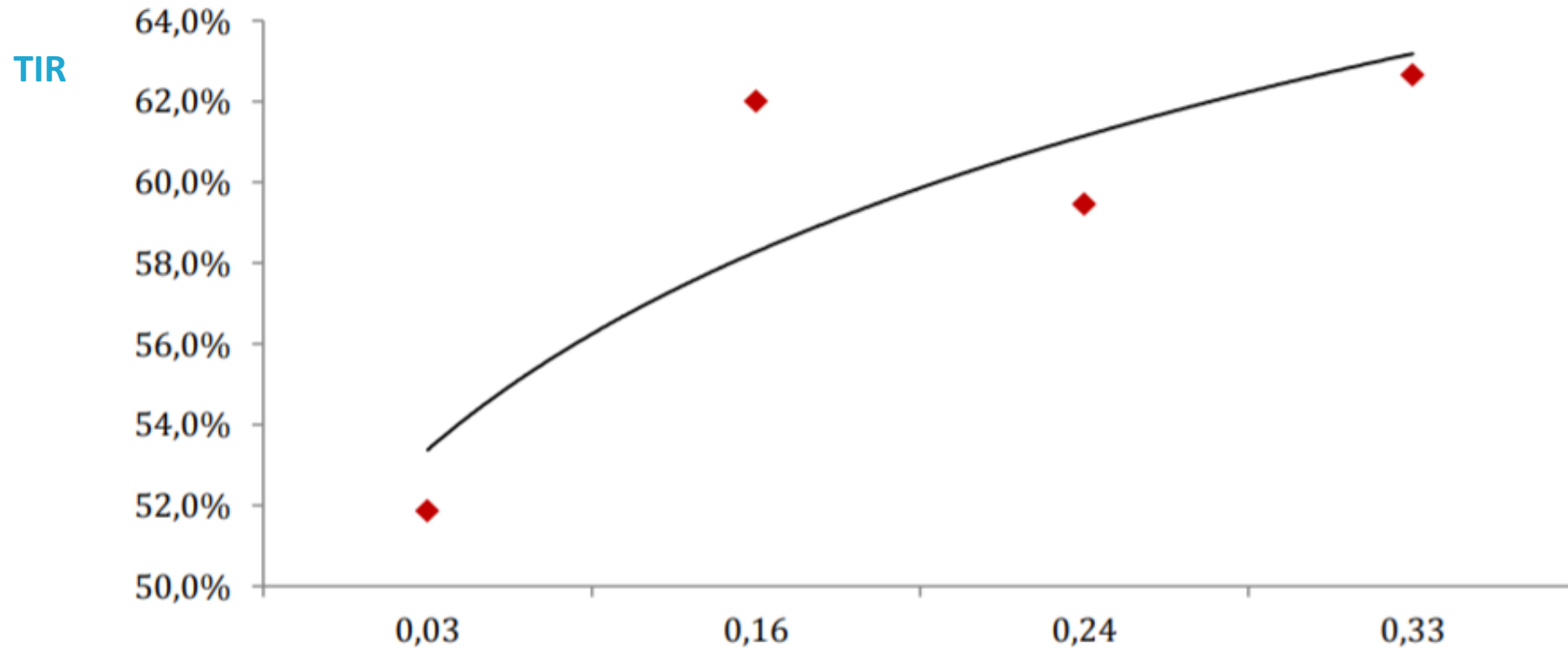
Lebacs: termina a fin de año el desarme

Stock de Lebacs



Fuente: RFT en base a Bloomberg, ROFEX y BCRA

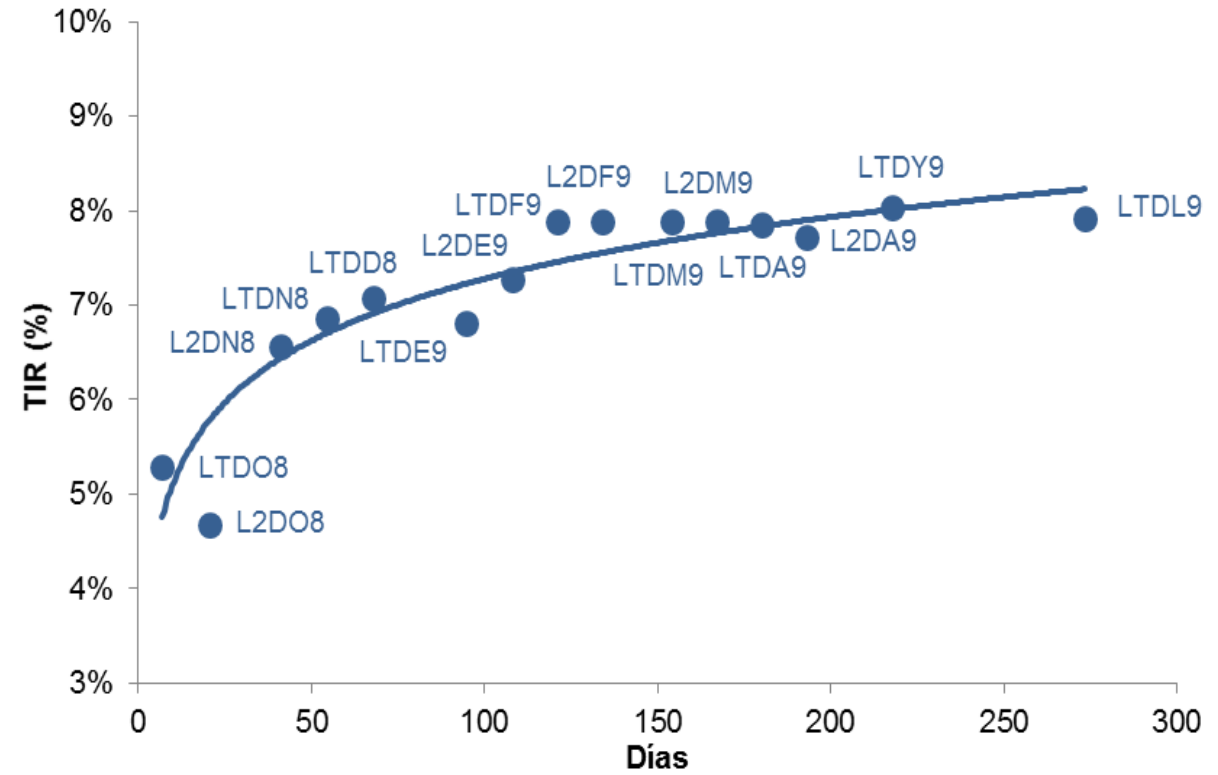
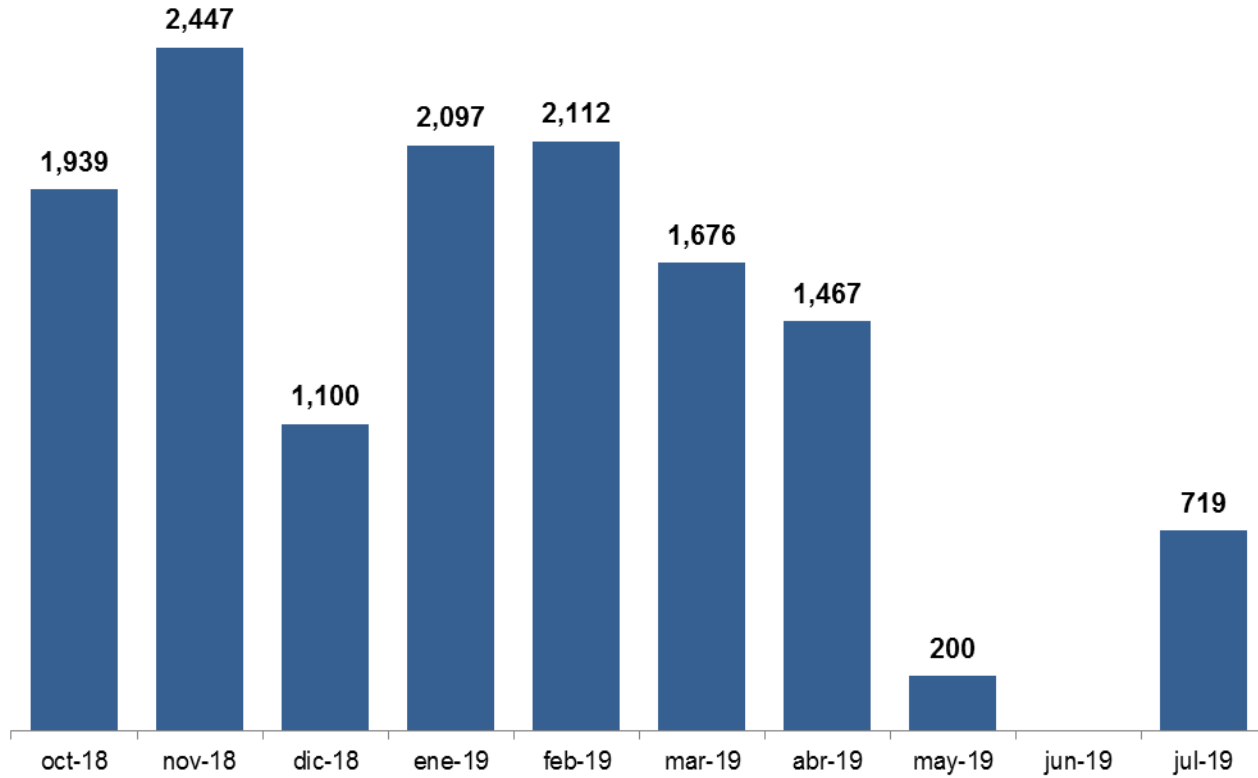
Los inversores se dirigen ahora a las Lecaps en pesos y los bancos a las LeLiqs y las Nobacs



Fuente: RFT en base a Bloomberg

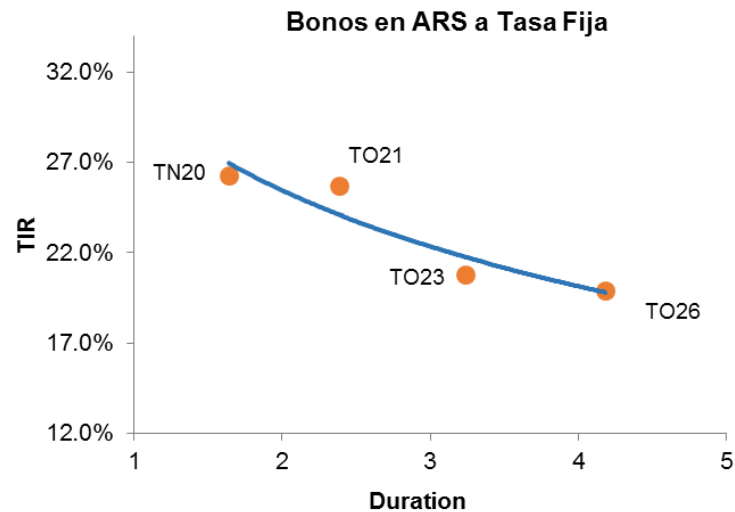
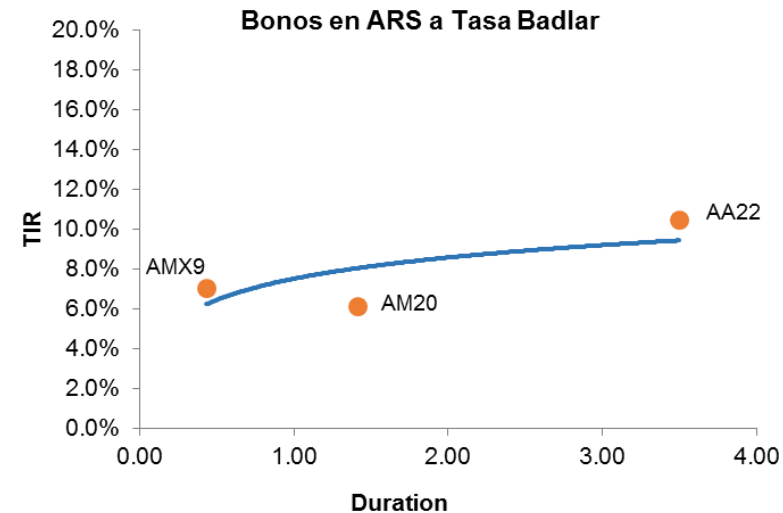
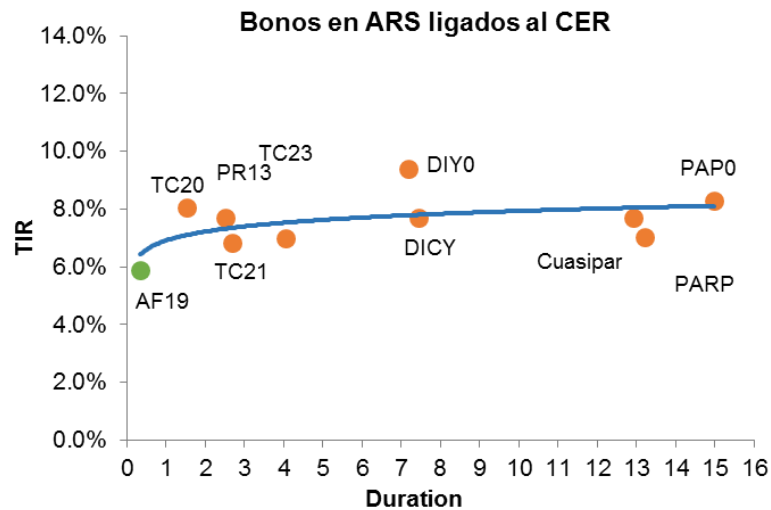
Letes en dólares: el riesgo de la no-renovación y tasas en alza se redujo

Letes en dólares, en millones de dólares



Fuente: Bloomberg

Bonos en pesos: CER, Gatillo, Badlar y Tasa Fija



Rendimiento de riesgo del benchmark 2026 volviendo a subir

Rendimiento del AA26, en porcentaje anual

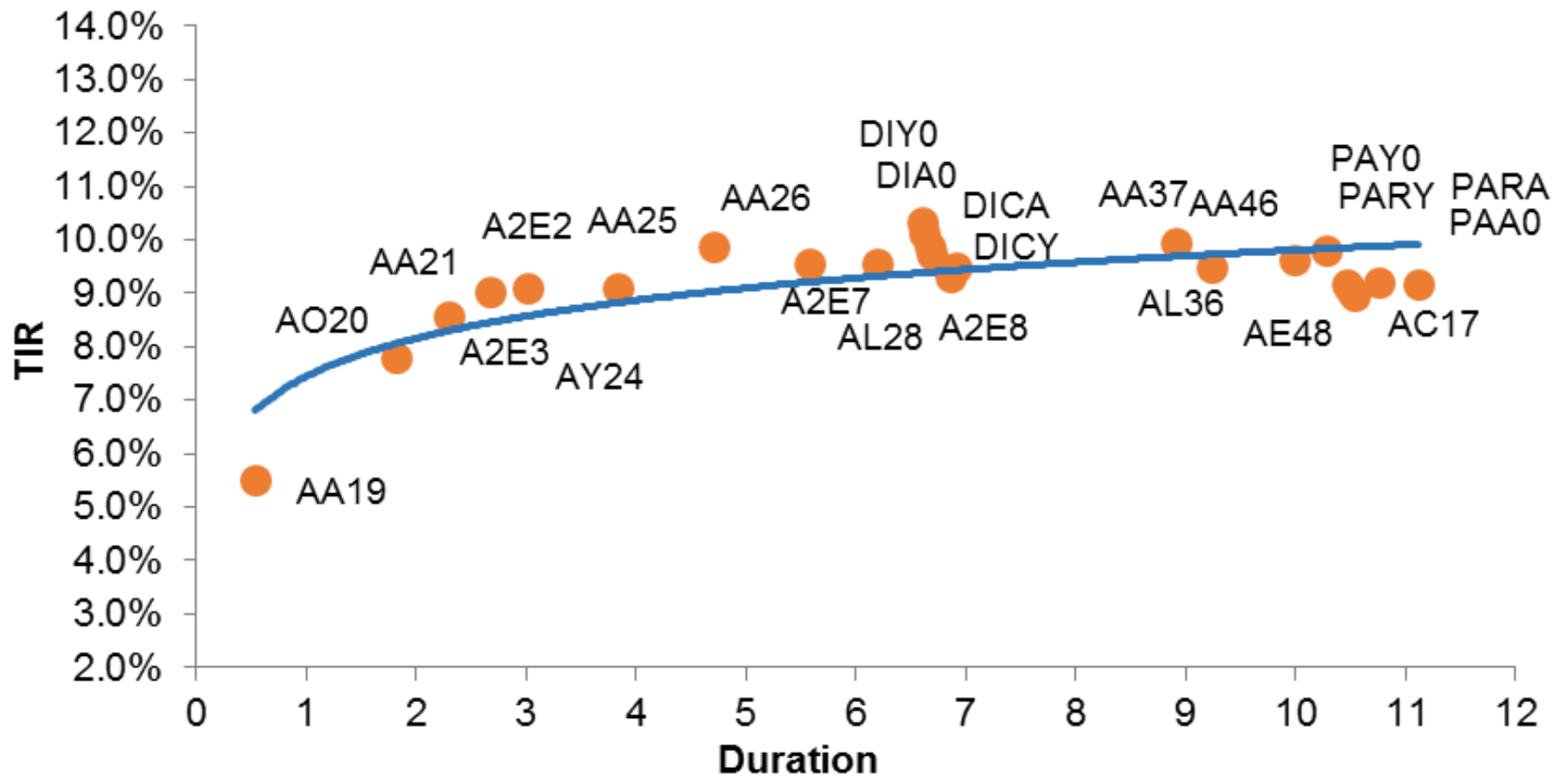


JK857389 Corp (ARGENT 7 1/2 04/22/26) AA26 yield Diario 03OCT2016-04OCT2018

Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

04-Oct-2018 15:03:21

Curva de bonos soberanos en dólares (OTC): empinada (positivo) pero con un traslado hacia arriba importante en el año



Alternativas sub-soberanas: una curva segmentada (BUENOS, BUEAIR, PROVSVF, PDCOR con menor riesgo)

GARANTIZADOS:

Salta 2022

Tierra d.Fuego 2027

Chubut 2023

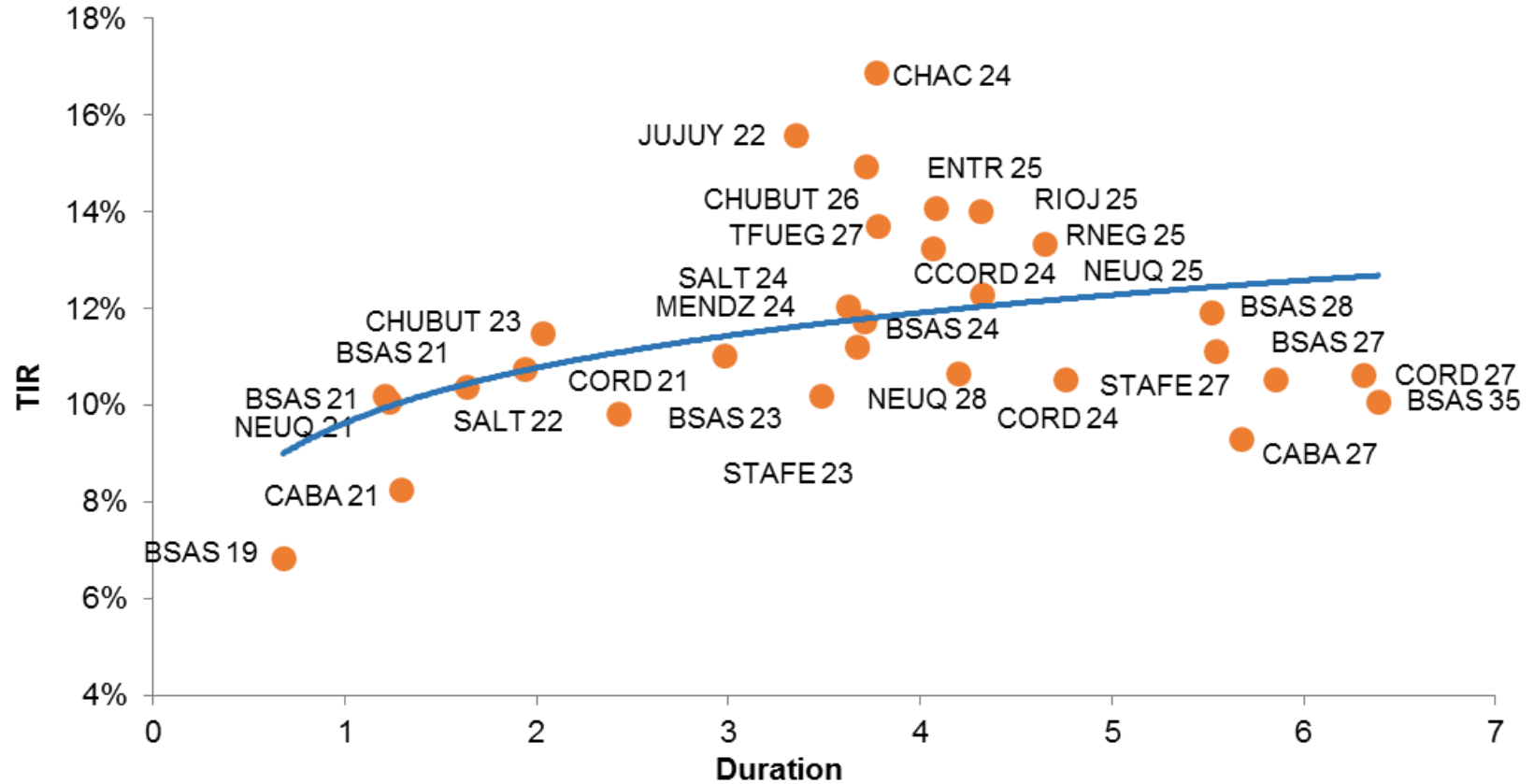
Chubut 2026

Neuquén 2021

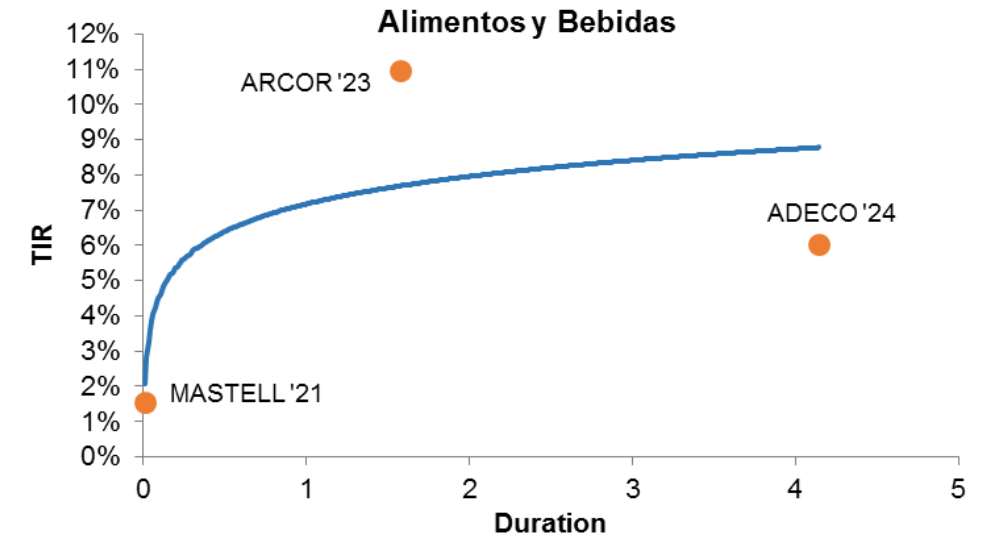
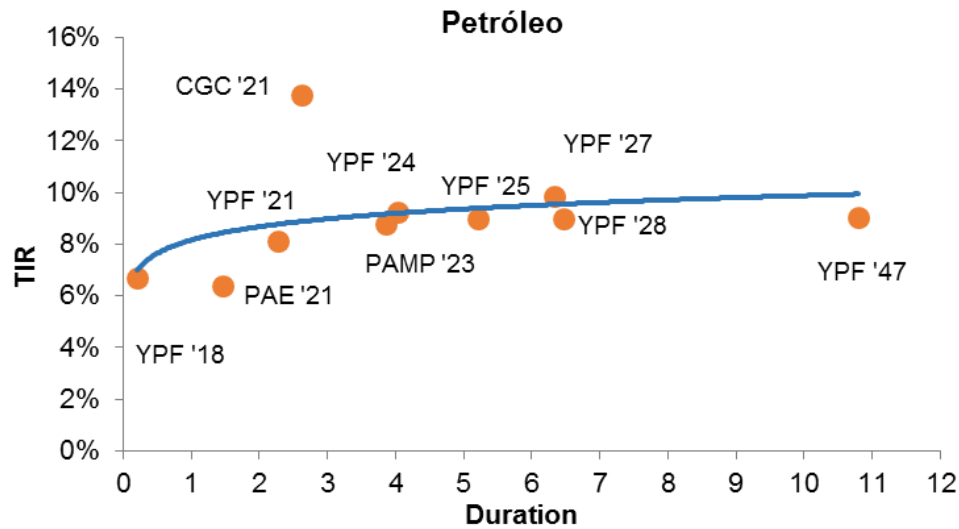
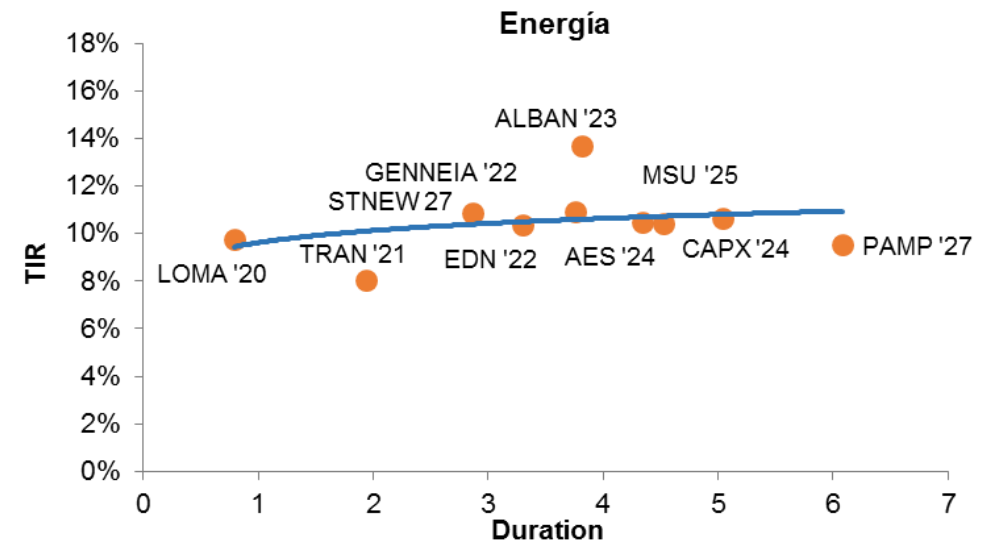
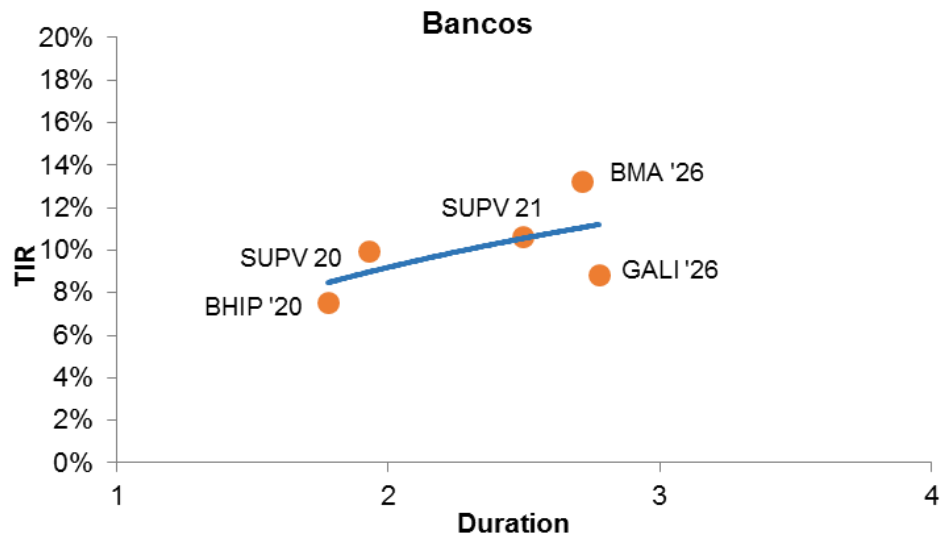
Neuquén 2025

Neuquén 2028

Fuente:
Bloomberg



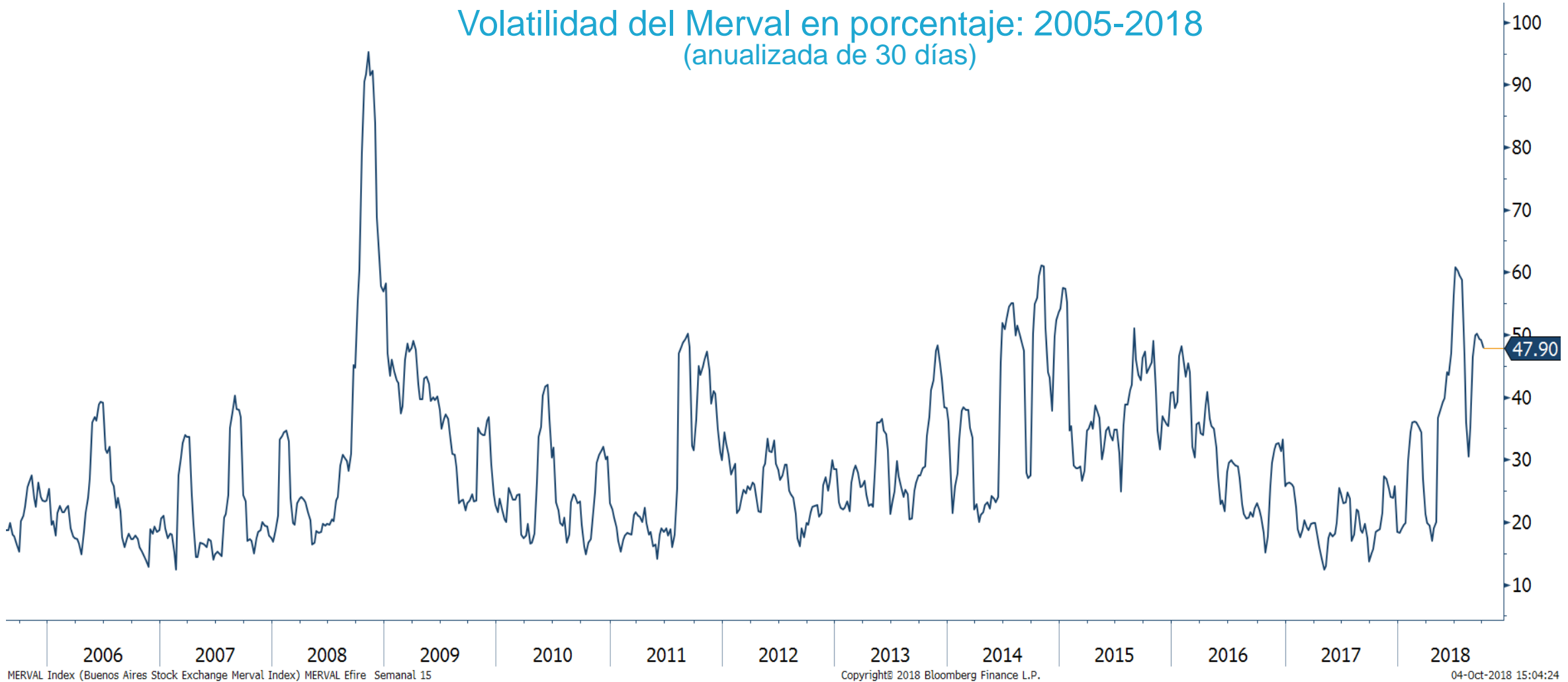
Bonos corporativos en dólares



Fuente: Bloomberg

Pico de volatilidad del Merval

Volatilidad del Merval en porcentaje: 2005-2018
(anualizada de 30 días)



MERVAL Index (Buenos Aires Stock Exchange Merval Index) MERVAL Efire Semanal 15

Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

04-Oct-2018 15:04:24

El Merval ajustó tras los máximos de enero: motivos tanto externos e internos inciden

Merval en pesos: 2017-2018



MERVAL Index (Buenos Aires Stock Exchange Merval Index) MERVAL (Technical) Dia

Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

04-Oct-2018 15:05:17

Merval en dólares: el ajuste más fuerte del 2018 entre todos los índices mundiales

Merval en dólares: 2009-2018



MERVAL Index (Buenos Aires Stock Exchange Merval Index) MERVAL USD TECHNICAL Se

Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

04-Oct-2018 15:06:11