



RESEARCH for TRADERS

# ARGENTINA: Análisis de la coyuntura Macroeconómica actual



Gustavo Neffa (@gneffa)

La Pampa, 27 de septiembre 2019

# Hoja de Ruta

- Escenario global: coyuntura macro y estimaciones de crecimiento mundiales.
- Inversiones: repaso de rendimientos y oportunidades.
- La Reserva Federal y escenario de tasas de interés mundiales
- Commodities, Monedas.
- Repaso de la coyuntura macroeconómica y financiera de la Argentina.
- Política y elecciones: lo que puede venirse.
- Dólar, BCRA, Tasas de Interés y Política Monetaria.
- Inversiones: el quiebre de los instrumentos financieros de corto plazo.
- Renta Fija: reperfilamiento vs. reestructuración.
- Bonos Corporativos.
- Renta Variable.

# Actividad manufacturera global: claro camino descendente (Global Manufacturing PMI)

- La actividad manufacturera global se encuentra en un claro camino a la baja:
- El Global Manufacturing PMI ya se encuentra debajo de 50 (contracción):

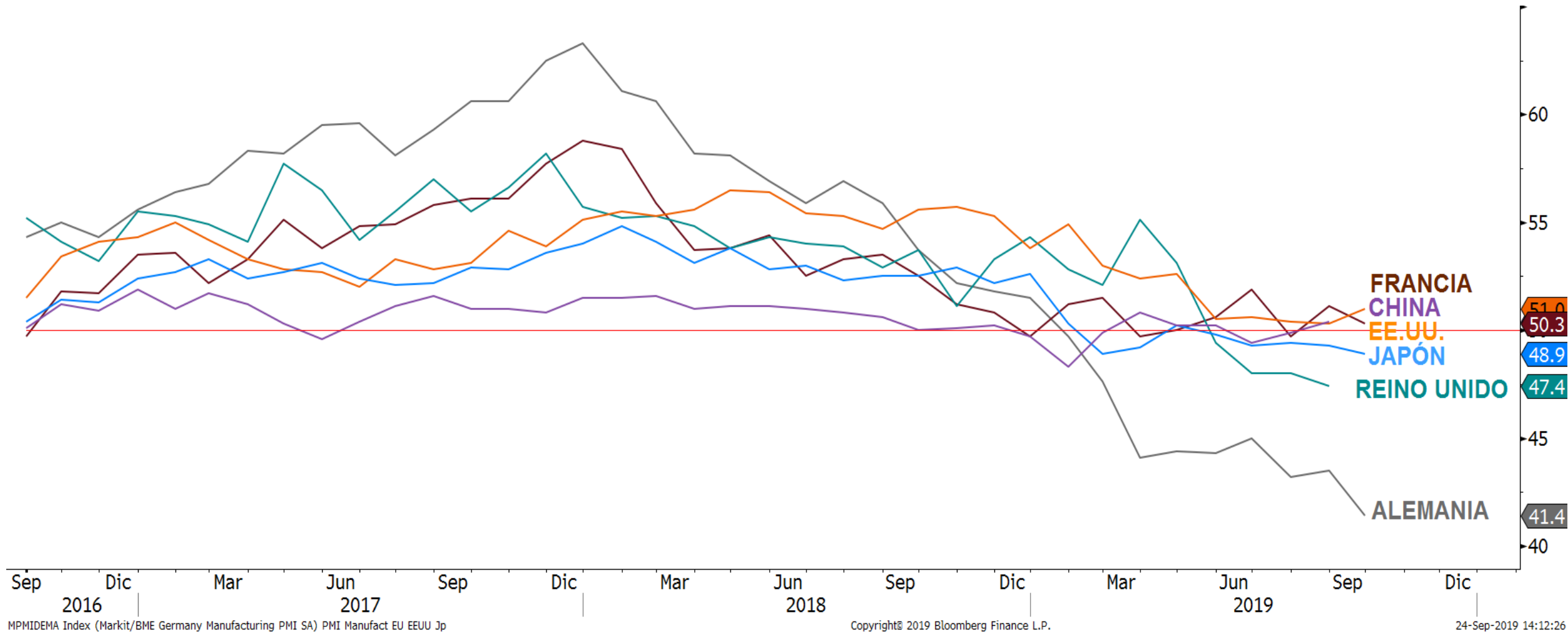


NAPMPMI Index (ISM Manufacturing PMI SA) PMI GLOBAL MARKIT Mensual 23AUG2014-24

Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

24-Sep-2019 14:10:27

# Actividad manufacturera global: por país

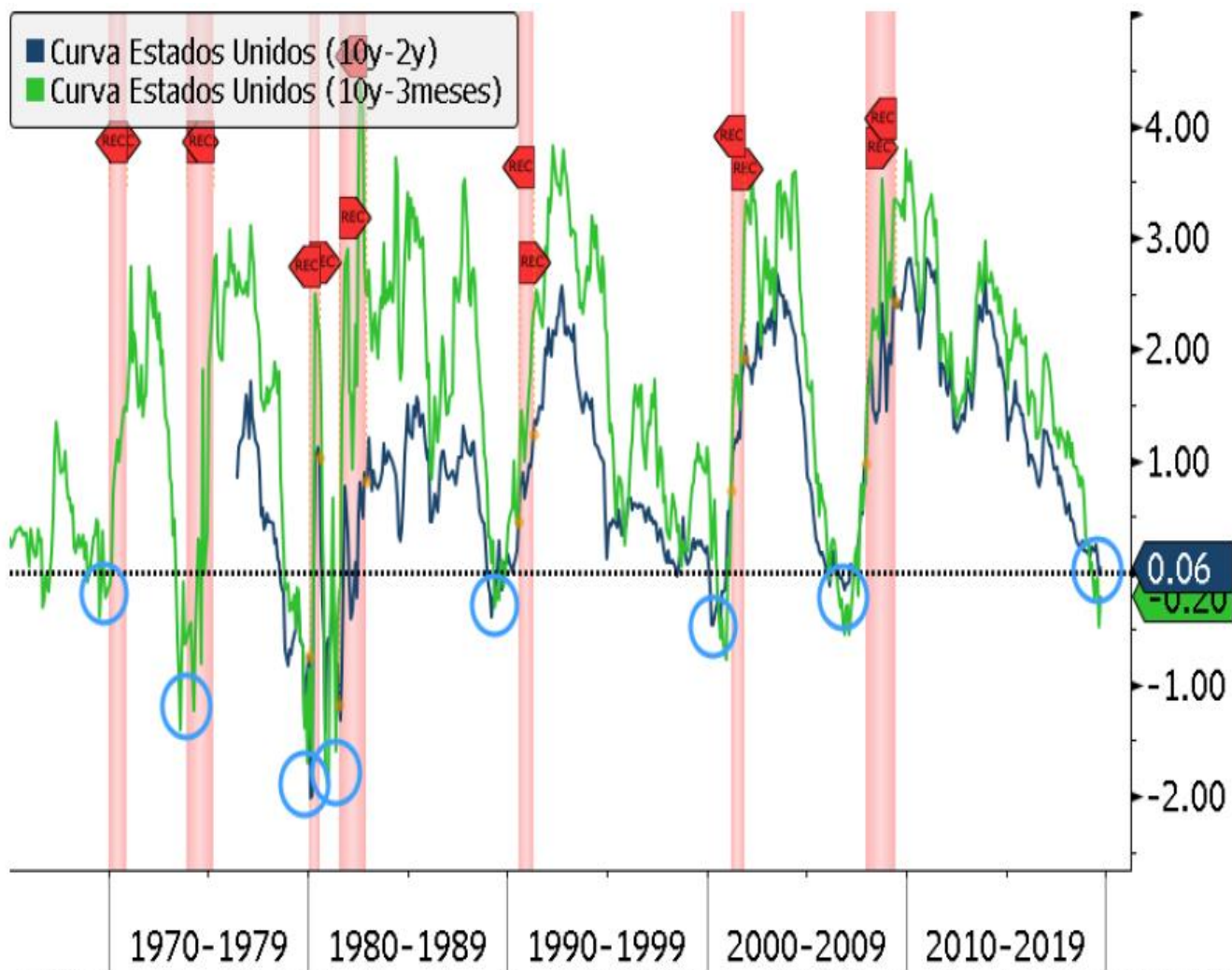
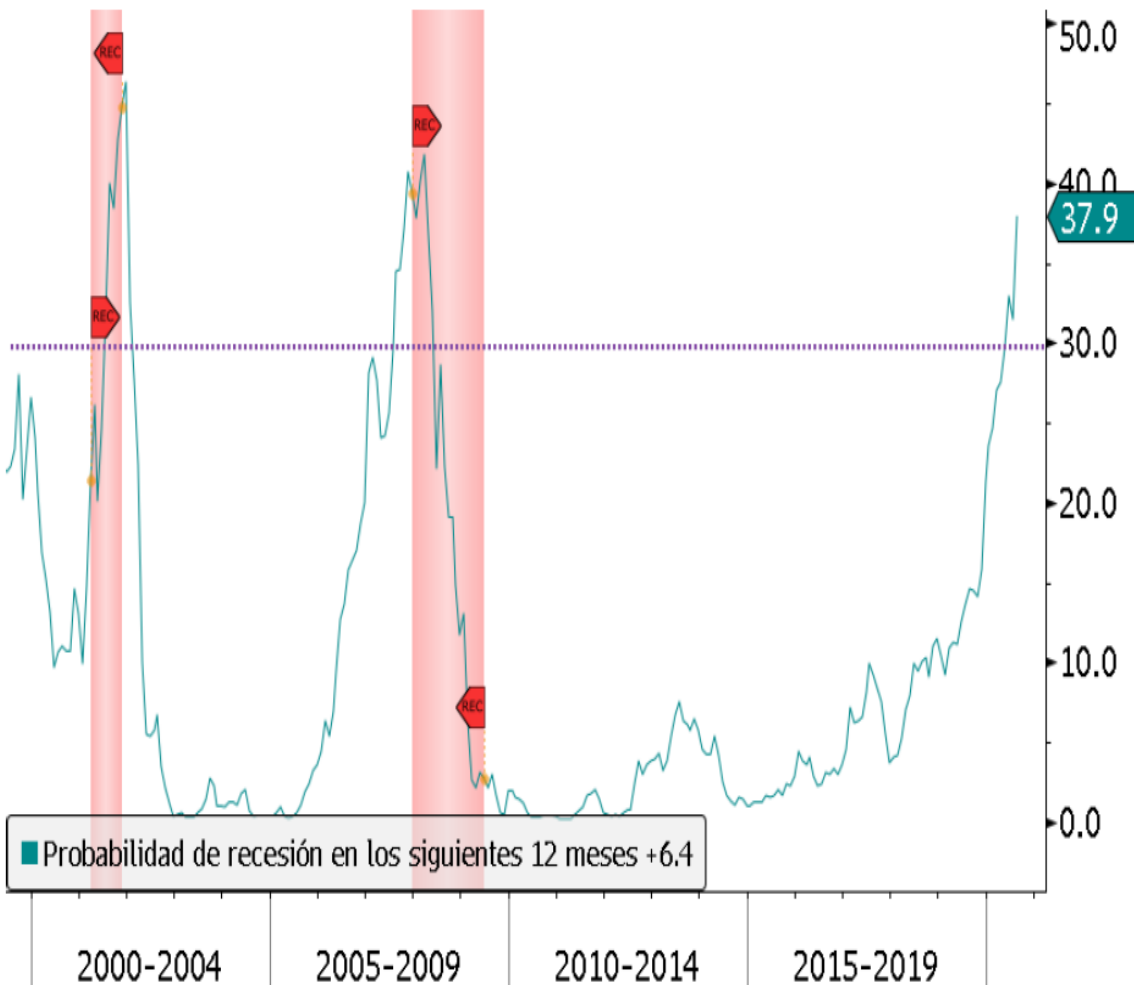


# Baja en las estimaciones de crecimiento mundial 2019-2020

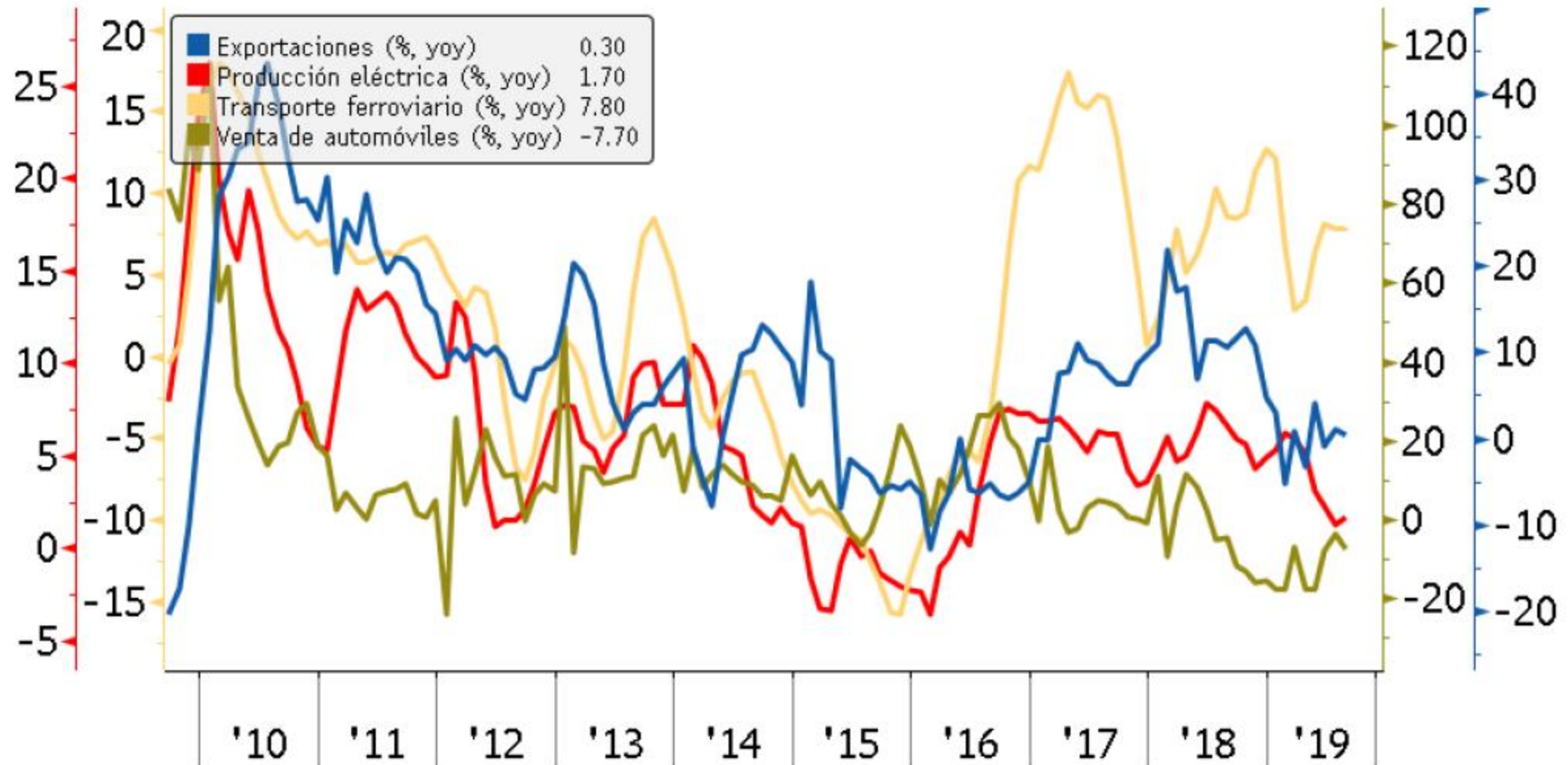
				<i>dif con abril-2019</i>	
	2018	2019	2020	2019	2020
<b>Mundo</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>Economías Desarrolladas</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
<i>Estados Unidos</i>	2,9	2,6	1,9	0,3	0,0
<i>Eurozona</i>	1,9	1,3	1,6	0,0	0,1
<i>Japón</i>	0,8	0,9	0,4	-0,1	-0,1
<i>Reino Unido</i>	1,4	1,3	1,4	0,1	0,0
<b>Economías Emergentes</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>
Asia Emergente	6,4	6,2	6,2	-0,1	-0,1
<i>China</i>	6,6	6,2	6,0	-0,1	-0,1
Europa Emergente	3,6	1,0	2,3	0,2	-0,5
América Latina y Caribe	1,0	0,6	2,3	-0,8	-0,1
<i>Brasil</i>	1,1	0,8	2,4	-1,3	-0,1
Medio Oriente y Africa del Norte	1,6	1,0	3,0	-0,5	-0,2
África Subsahariana	3,1	3,4	3,6	-0,1	-0,1

Fuente: FMI

# La probabilidad de una recesión en EE.UU. aumenta



# La desaceleración alcanza fuertemente a China



Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

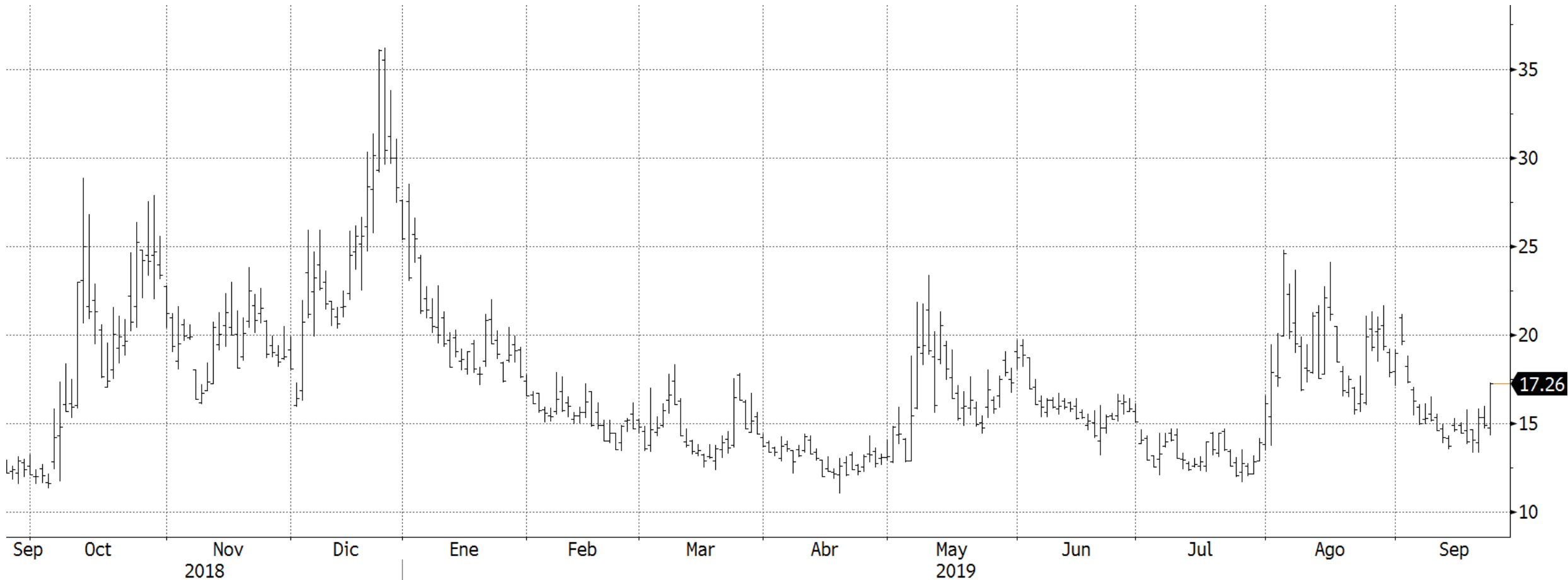
17-Sep-2019 08:07:09

# Rendimientos acumulados del año

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	YTD
MSCI EM 62.8%	REITS 27.6%	REITS 7.3%	REITS 20.1%	Small cap 35.8%	REITS 27.1%	Growth 6.5%	Value 15.1%	MSCI EM 31.0%	Global Agg -1.2%	REITS 24.7%
Small cap 40.8%	Small cap 24.4%	Global Agg 5.6%	Small cap 18.4%	Value 29.7%	Growth 11.5%	Small cap 2.8%	Small cap 14.5%	Growth 24.5%	REITS -4.1%	Growth 22.1%
Growth 29.4%	Cmdty 16.8%	Value -4.9%	MSCI EM 17.4%	DM Equities 29.6%	DM Equities 10.4%	DM Equities 2.6%	Cmdty 11.8%	Small cap 19.1%	Growth -5.1%	DM Equities 16.2%
REITS 27.4%	MSCI EM 14.4%	DM Equities -5.0%	Growth 16.5%	Growth 29.5%	Value 9.2%	REITS 2.3%	MSCI EM 10.1%	DM Equities 19.1%	DM Equities -6.9%	Small cap 13.6%
DM Equities 26.5%	Growth 12.7%	Growth -5.1%	DM Equities 16.4%	MSCI EM 3.8%	Small cap 6.7%	Value -1.2%	DM Equities 9.6%	Value 14.1%	Value -8.7%	Value 10.4%
Value 23.6%	DM Equities 10.6%	Small cap -8.7%	Value 16.3%	REITS 3.2%	MSCI EM 5.6%	Global Agg -3.2%	REITS 9.3%	REITS 9.3%	MSCI EM -9.7%	Global Agg 7.4%
Cmdty 18.9%	Value 8.4%	MSCI EM -12.5%	Global Agg 4.3%	Global Agg -2.6%	Global Agg 0.6%	MSCI EM -5.4%	Growth 4.4%	Global Agg 7.4%	Cmdty -11.2%	MSCI EM 6.5%
Global Agg 6.9%	Global Agg 5.5%	Cmdty -13.3%	Cmdty -1.1%	Cmdty -9.5%	Cmdty -17.0%	Cmdty -24.7%	Global Agg 2.1%	Cmdty 1.7%	Small cap -12.2%	Cmdty 1.9%



# El regreso a la normalidad: VIX afectado a corto plazo por algunos factores de riesgo. Inciden el precio del petróleo, el posible *impeachment* de Trump, la guerra comercial/monedas.



VIX Index (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) VIX Diario 24SEP201

Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

24-Sep-2019 14:08:59

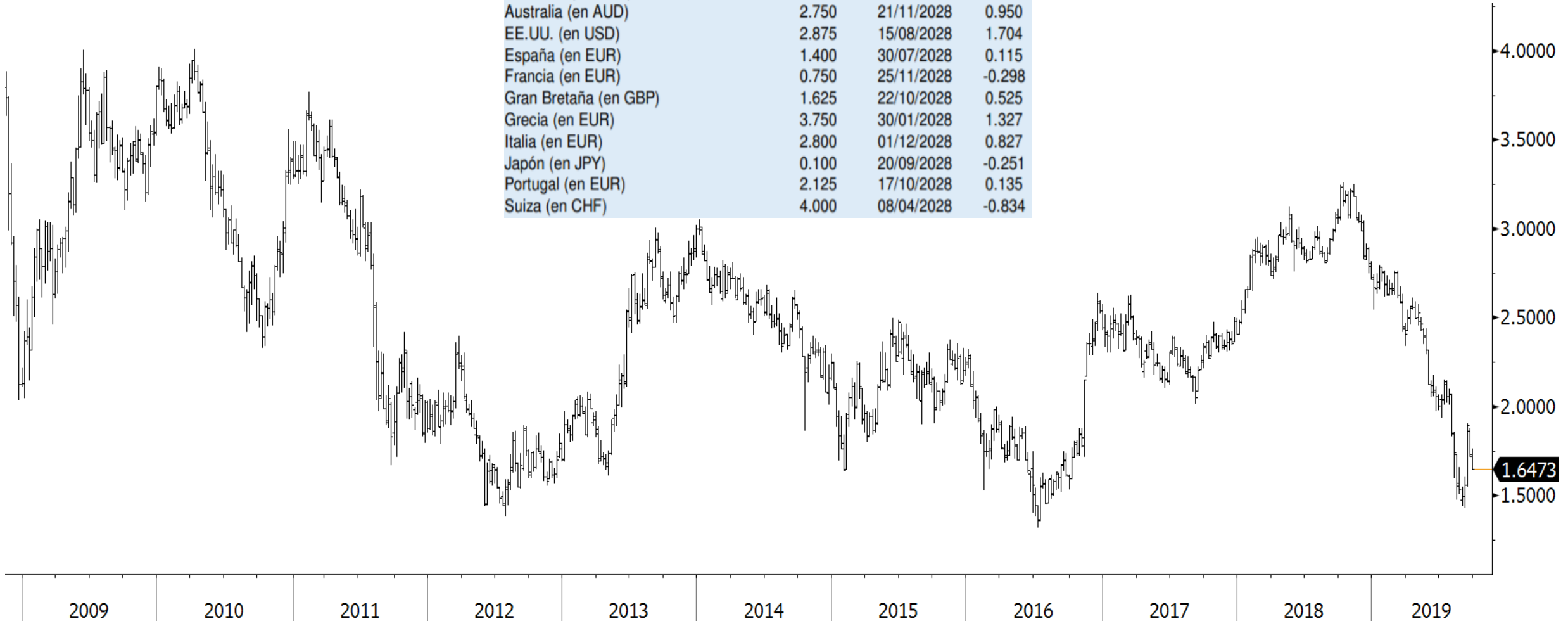
# Tasas de Fed Funds: seguirían los recortes: octubre 2019, enero y julio 2020 serían los próximos movimientos bajistas según el mercado

Reunión	Prob aum	Prob reduc	0.75-1	1-1.25	1.25-1.5	1.5-1.75	1.75-2	Tipo fwd
10/30/2019	0.0%	62.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.0%	38.0%	1.73
12/11/2019	0.0%	84.9%	0.0%	0.0%	37.4%	47.5%	15.1%	1.58
01/29/2020	0.0%	92.3%	0.0%	18.2%	42.3%	31.7%	7.7%	1.46
03/18/2020	0.0%	94.5%	5.2%	25.0%	39.3%	24.9%	5.5%	1.39
04/29/2020	0.0%	95.7%	9.5%	28.1%	36.2%	20.7%	4.3%	1.33
06/10/2020	0.0%	96.5%	13.1%	29.7%	33.2%	17.5%	3.5%	1.29
07/29/2020	0.0%	97.1%	16.2%	30.4%	30.3%	14.9%	2.9%	1.24
09/16/2020	0.0%	97.6%	18.4%	30.3%	27.9%	13.1%	2.4%	1.20
11/05/2020	0.0%	97.9%	20.1%	30.0%	25.8%	11.5%	2.1%	1.16

# Las tasas largas siguen el camino bajista de las tasas cortas

Rendimiento UST10Y, 2009-2019, en porcentaje anual

RENTA FIJA	Cupón %	Maturity	T.I.R. %
Alemania (en EUR)	0.250	15/08/2028	-0.591
Australia (en AUD)	2.750	21/11/2028	0.950
EE.UU. (en USD)	2.875	15/08/2028	1.704
España (en EUR)	1.400	30/07/2028	0.115
Francia (en EUR)	0.750	25/11/2028	-0.298
Gran Bretaña (en GBP)	1.625	22/10/2028	0.525
Grecia (en EUR)	3.750	30/01/2028	1.327
Italia (en EUR)	2.800	01/12/2028	0.827
Japón (en JPY)	0.100	20/09/2028	-0.251
Portugal (en EUR)	2.125	17/10/2028	0.135
Suiza (en CHF)	4.000	08/04/2028	-0.834

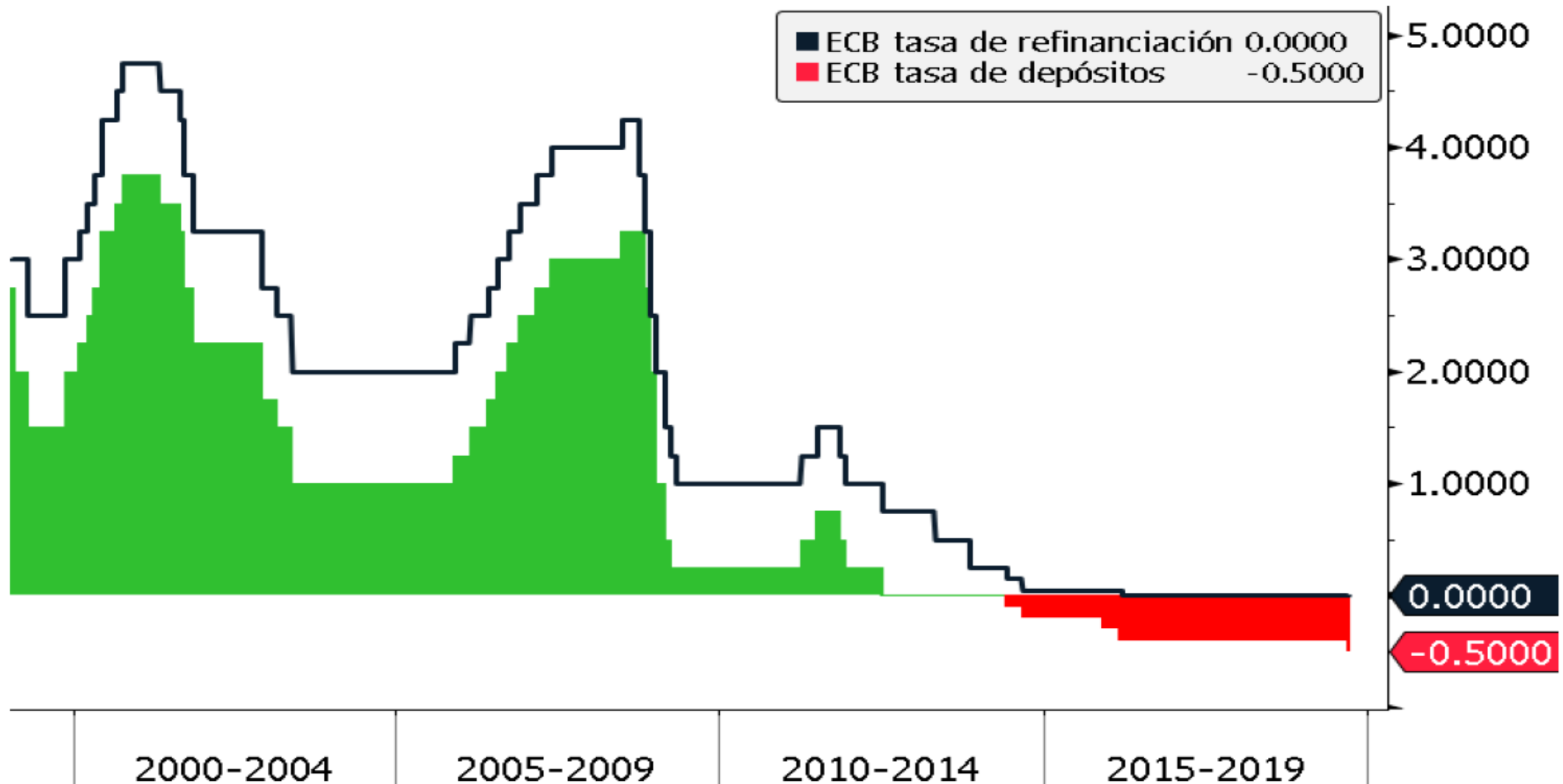


USGG10YR Index (US Generic Govt 10 Year Yield) UST 10Y Semanal 19SEP2009-24SEP2

Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

24-Sep-2019 14:13:09

# El ECB también sale al rescate de Europa (una vez más)



EURR002W Index (ECB Main Refinancing Operations Announcement Rate) tasas Europa

Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

17-Sep-2019 08:41:30

# Oro: en tendencia alcista por el accionar de bancos centrales



GC1 Comdty (Generic 1st 'GC' Future) ORO Diario 31DEC2018-24SEP2019

Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

24-Sep-2019 14:15:05

MERCADO CAMBIARIO	Último*	Día	En el año
Euro (EUR/USD)	1.0933	-0.1	-4.7
Yen Japonés (USD/JPY)	107.5700	0.2	2.0
Franco Suizo (USD/CHF)	0.9942	-0.2	-1.2
Libra Esterlina (GBP/USD)	1.2344	-0.1	-3.2
Dólar Australiano (AUD/USD)	0.6761	0.1	-4.1
Dólar Canadiense (USD/CAD)	1.3250	0.1	2.9
Corona Sueca (USD/SEK)	9.7504	0.0	-9.2
Corona Noruega (USD/NOK)	9.0677	-0.1	-4.7
Dólar Neozelandés (NZD/USD)	0.6302	0.5	-6.2

\*Cotización al 26/09/2019 07:30:00

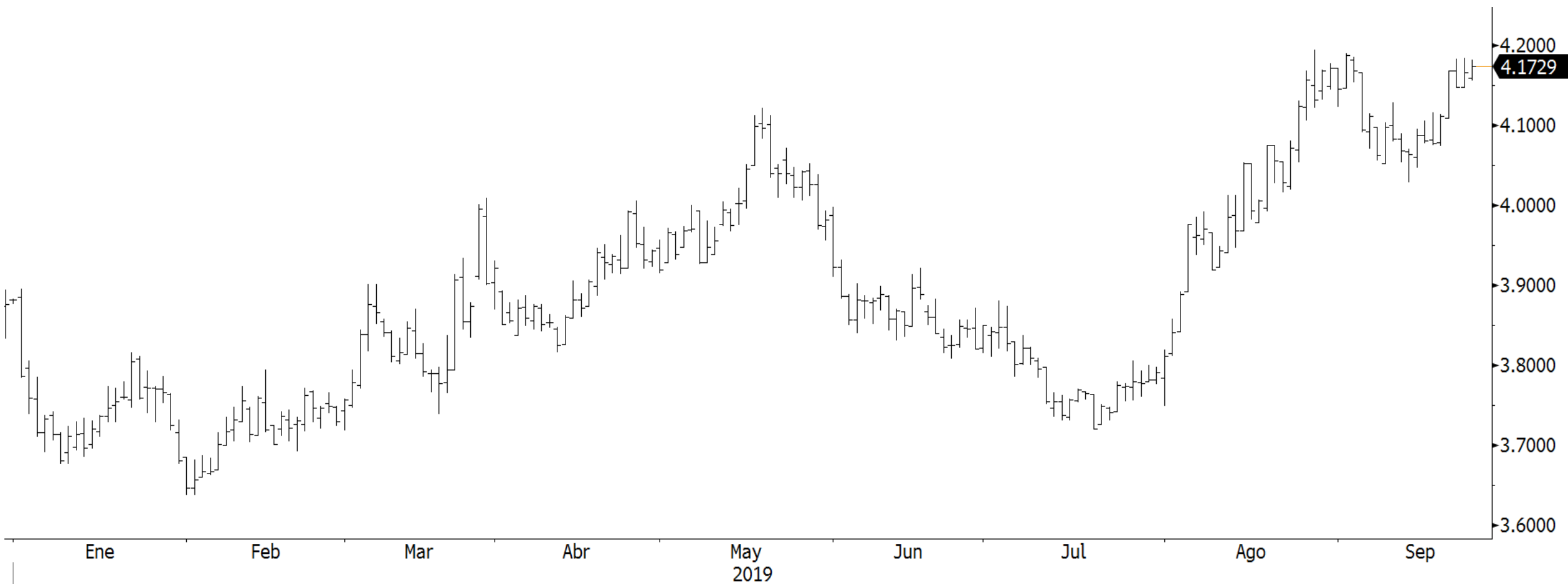
# Dólar fuerte a pesar de la baja de tasas: distinto impacto entre commodities (DXY, 5 años)



# Retornos de Bolsas mundiales: acumulado del año

1) América	2días	Valor	Var neta	Var%	Hora	%Ytd	%YtdDiv
11) DOW JONES		26891.12	-79.59	-0.30%	17:06	+15.28%	+15.28%
12) S&P 500		2981.59 d	-3.28	-0.11%	16:51	+18.94%	+18.94%
13) NASDAQ		8030.66	-46.72	-0.58%	17:06	+21.03%	+21.03%
14) S&P/TSX Comp		16788.26 d	+3.97	+0.02%	16:46	+17.21%	+20.43%
15) S&P/BMV IPC		42998.78 d	-15.30	-0.04%	16:46	+3.26%	+3.26%
16) IBOVESPA		105271.81 d	+790.84	+0.76%	16:51	+19.78%	+11.68%
17) CHILE SLCT		5026.19 d	+19.95	+0.40%	16:41 c	-1.55%	-6.05%
18) Colom COLCAP		1599.22 d	+2.87	+0.18%	16:45 c	+20.61%	+13.85%
19) ARG MERVAL		28143.65 d	-68.76	-0.24%	16:46 c	-7.09%	-38.83%
20) S&P/BVL Peru		19592.97 d	+201.17	+1.04%	16:50	+1.25%	+0.81%
<b>2) EMEA</b>							
21) Euro Stoxx 50		3532.18 d	+19.15	+0.55%	12:50 c	+17.68%	+12.08%
22) FTSE 100		7351.08 d	+61.09	+0.84%	12:35 c	+9.26%	+5.52%
23) CAC 40		5620.57 d	+36.77	+0.66%	13:05 c	+18.81%	+13.15%
24) DAX		12288.54 d	+54.36	+0.44%	09/26 c	+16.38%	+10.84%
<b>3) Asia/Pacífico</b>							
31) NIKKEI		22048.24 d	+28.09	+0.13%	03:15 c	+10.16%	+12.01%
32) HANG SENG		26041.93 d	+96.58	+0.37%	05:08 c	+0.76%	+0.69%
33) CSI 300		3841.14 d	-29.84	-0.77%	09/26 c	+27.58%	+23.04%
34) S&P/ASX 200		6677.58	-32.64	-0.49%	09/26 c	+18.26%	+13.27%

# Real depreciándose de nuevo, a pesar de los progresos en materia laboral, reforma previsional y próxima reforma fiscal



USDBRL Curncy (USD-BRL X-RATE) Real Brasileño Diario 31DEC2018-24SEP2019

Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

24-Sep-2019 14:16:56

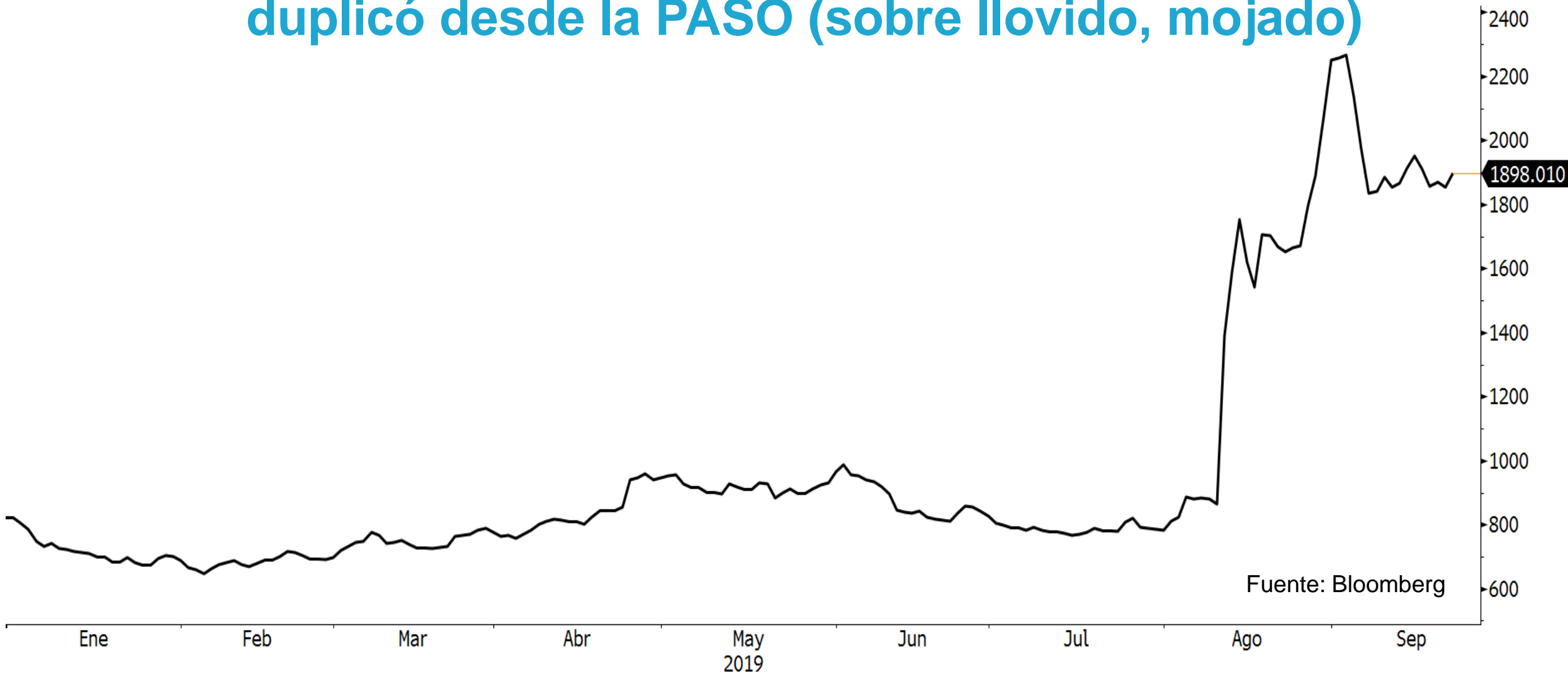




# ARGENTINA



# Efecto Fernández-Fernández: el riesgo País se más que duplicó desde la PASO (sobre llovido, mojado)

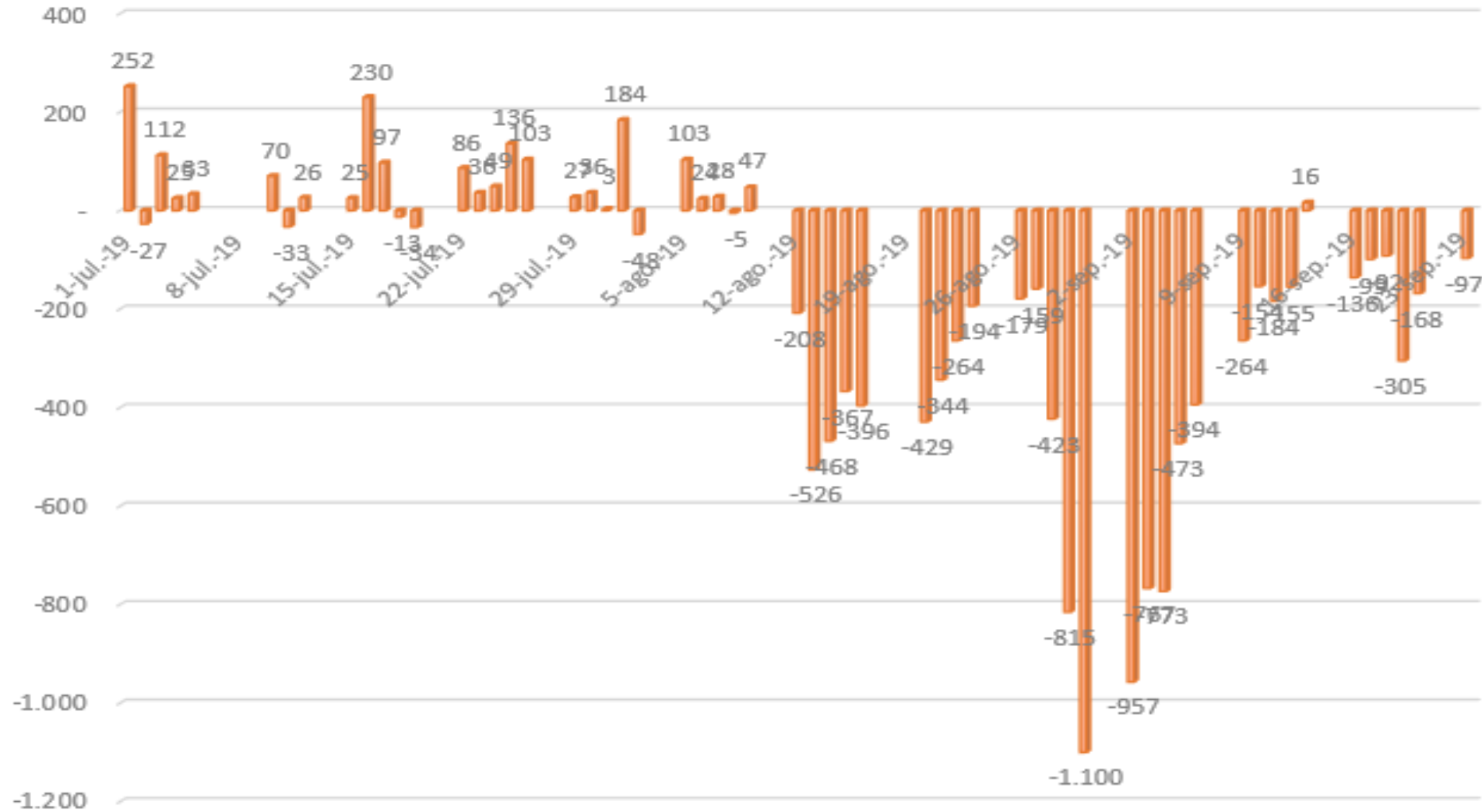


Fuente: Bloomberg



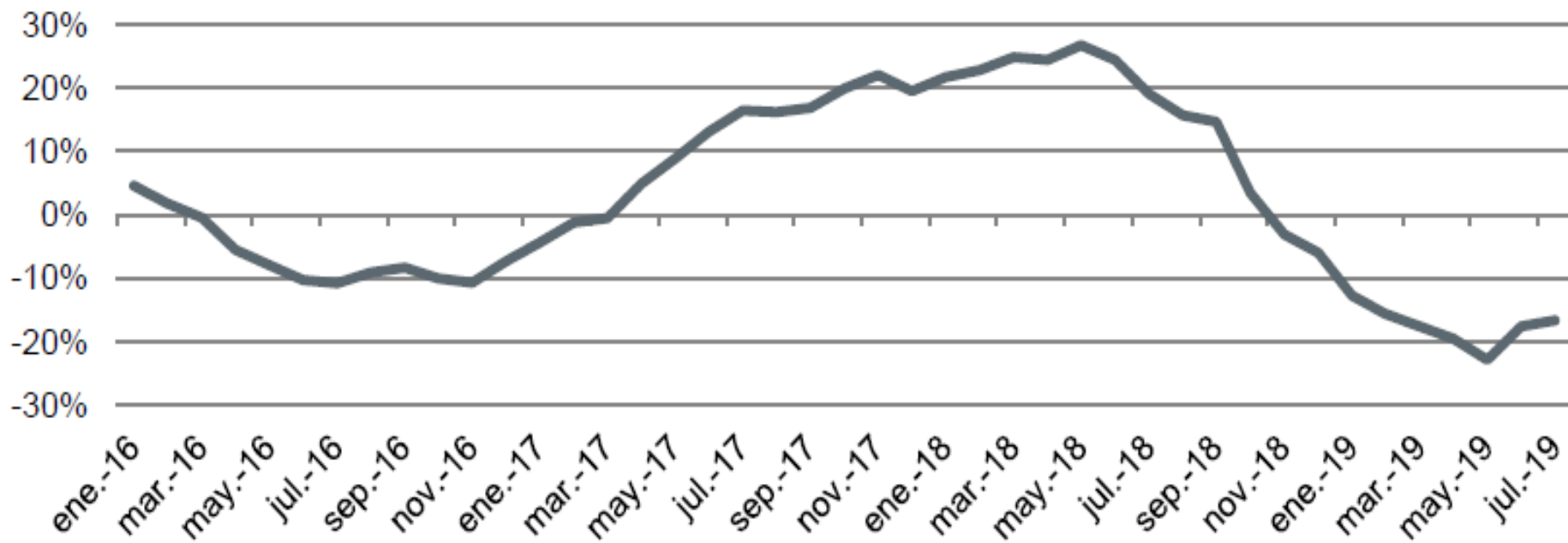
# Reservas depósitos y Préstamos en caída

Depósitos privados en USD al 23/9 USD 21.617 M, caída de USD 10.882 M (33%) desde las PASO



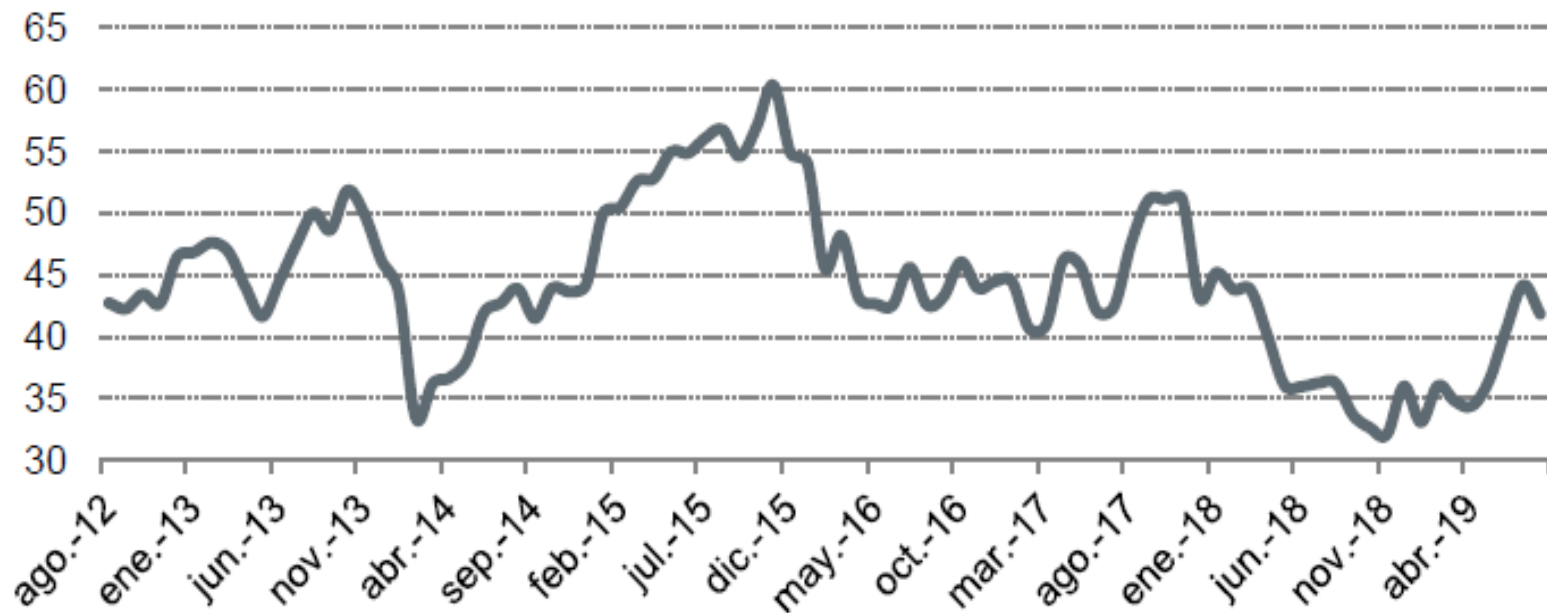
# Préstamos en caída

Variación YoY de préstamos al SPNF

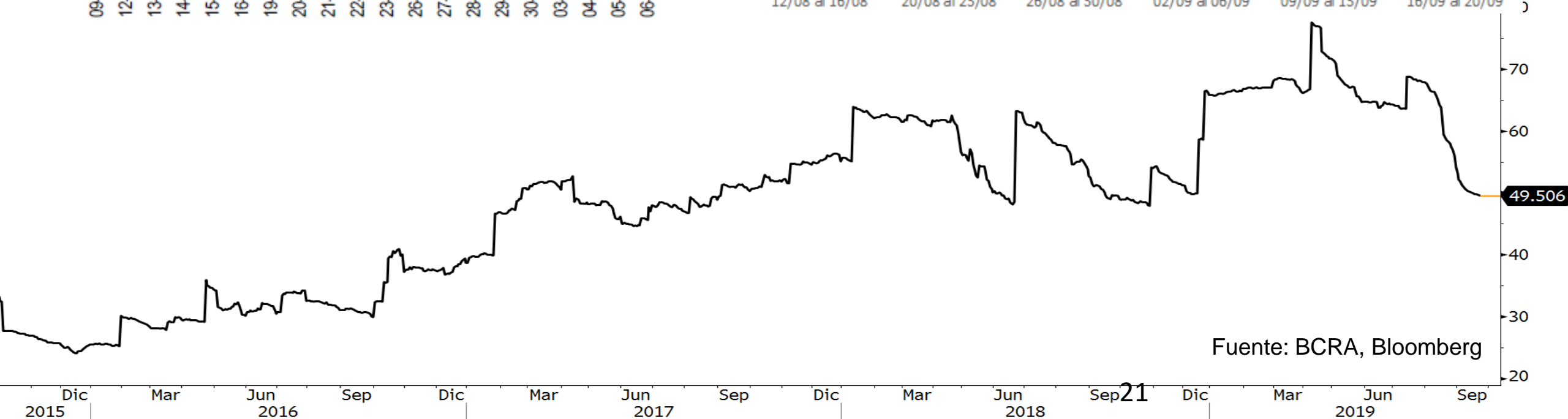
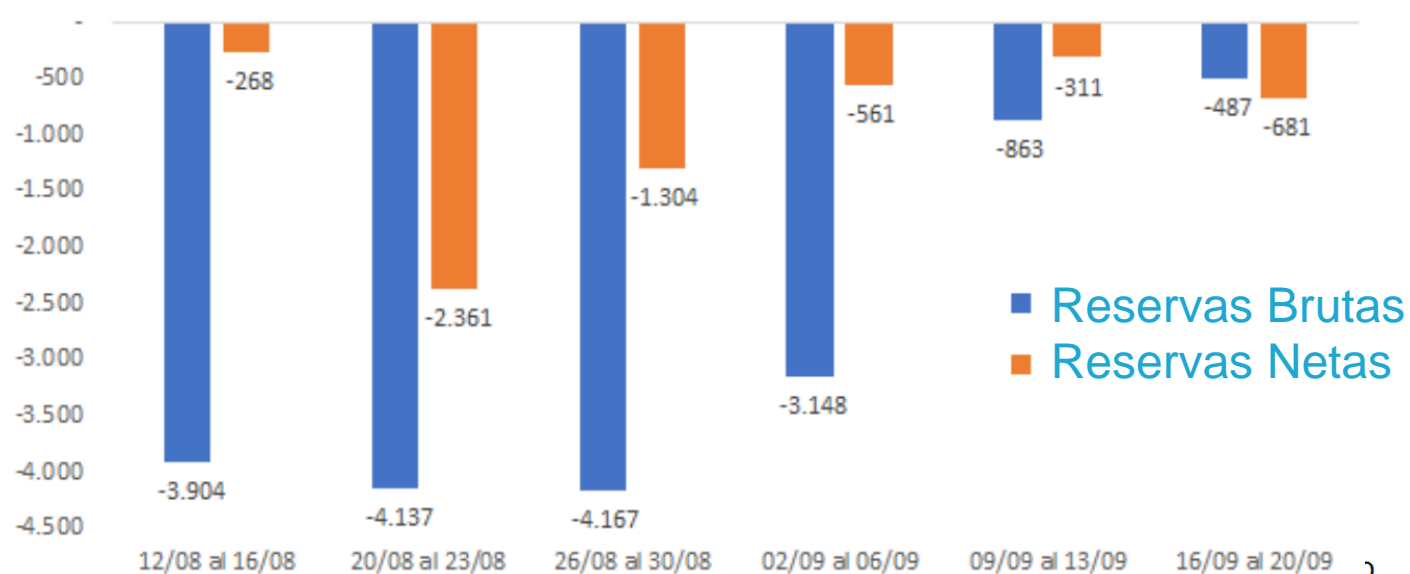
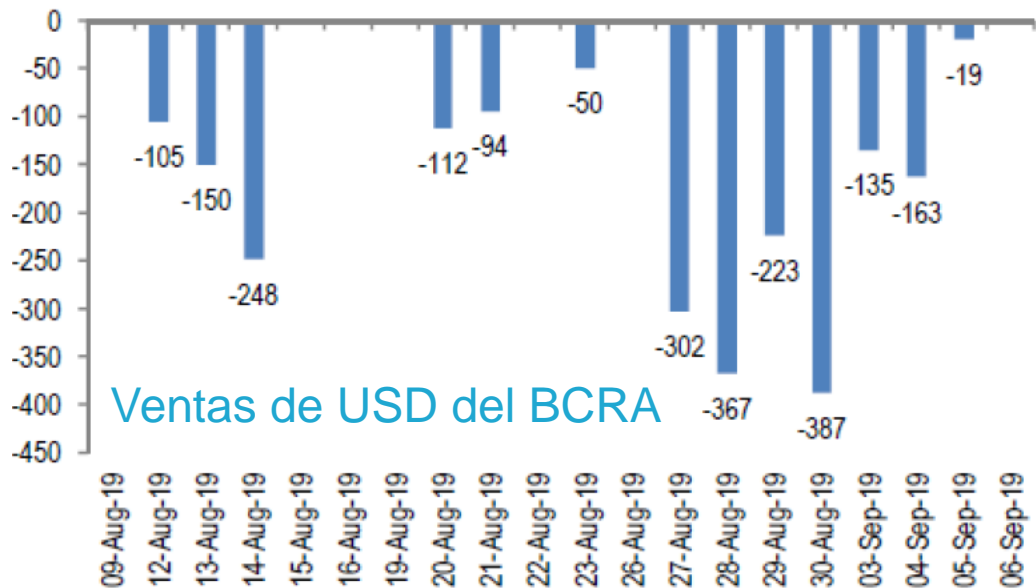


## ¿Confianza marcando un piso?

Confianza del Consumidor (UTDT)



# Reservas Internacionales: ¿gastarlas o cuidarlas?



Fuente: BCRA, Bloomberg

# Tipo de cambio oficial intervenido, pero reducción de la brecha

PARIDAD USDARS: 2019



USDARS Currency (USD-ARS X-RATE) Peso (ARS) Spot vs. CCL Diario 31DEC2018-24SEP20

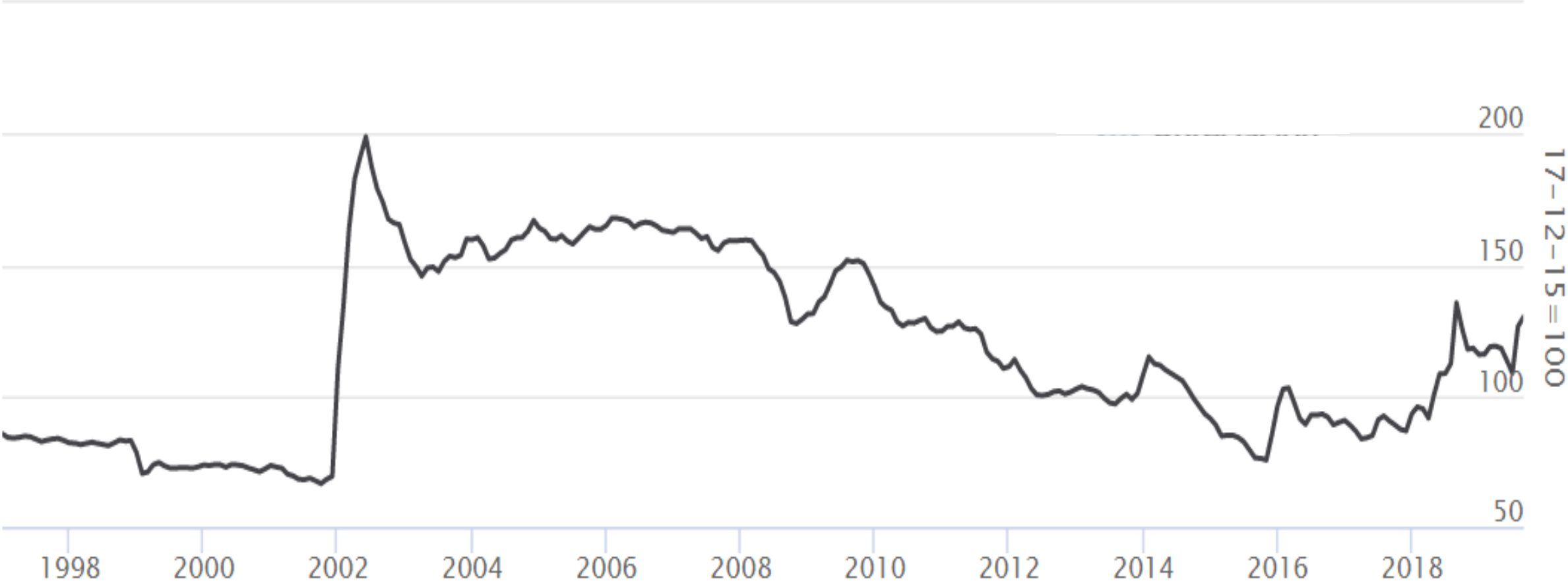
Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

24-Sep-2019 14:19:35

Fuente: Bloomberg

# Tipo de Cambio Real Multilateral: volviendo al 2010

Índice con base 17/12/2015=100



Fuente: BCRA

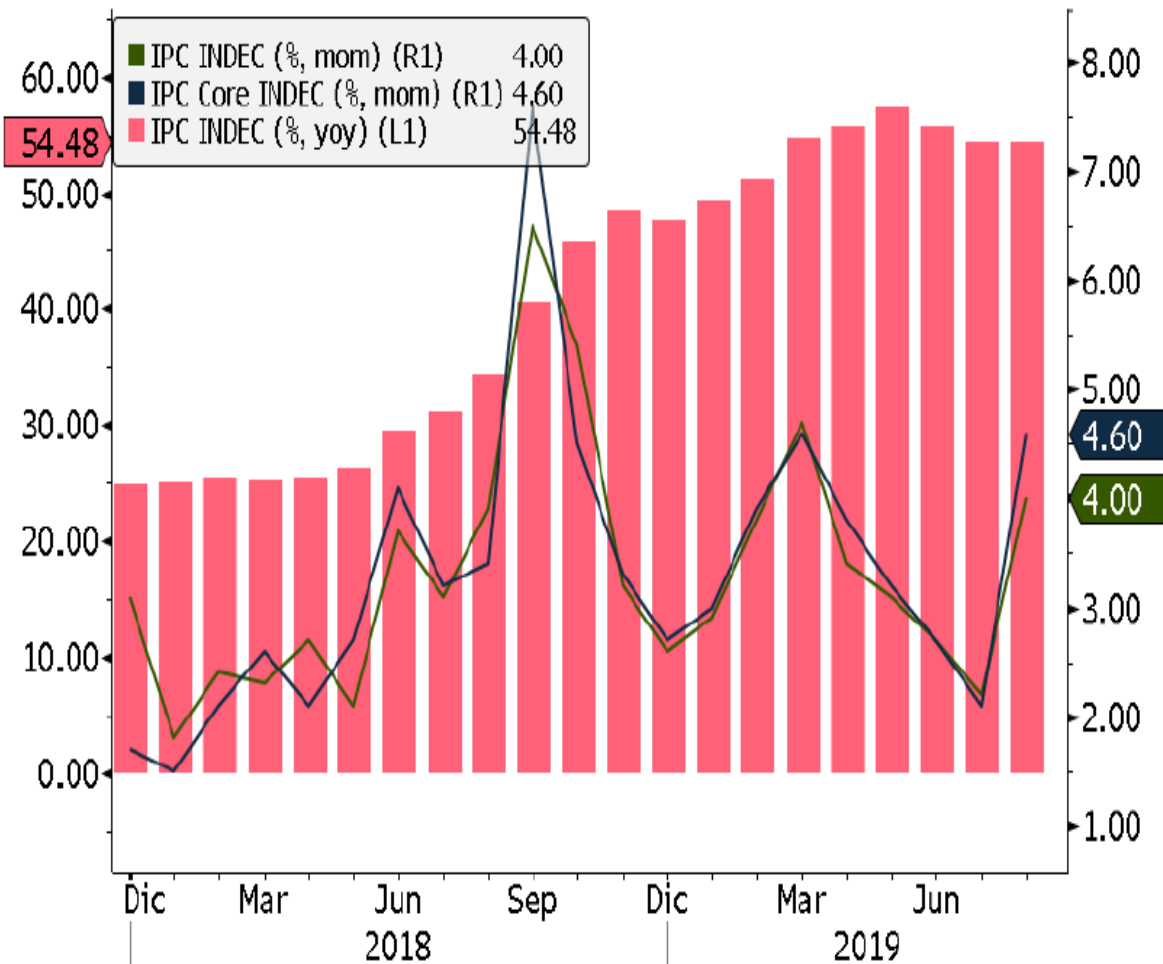


# Proyecciones 2019-2021: consenso del REM

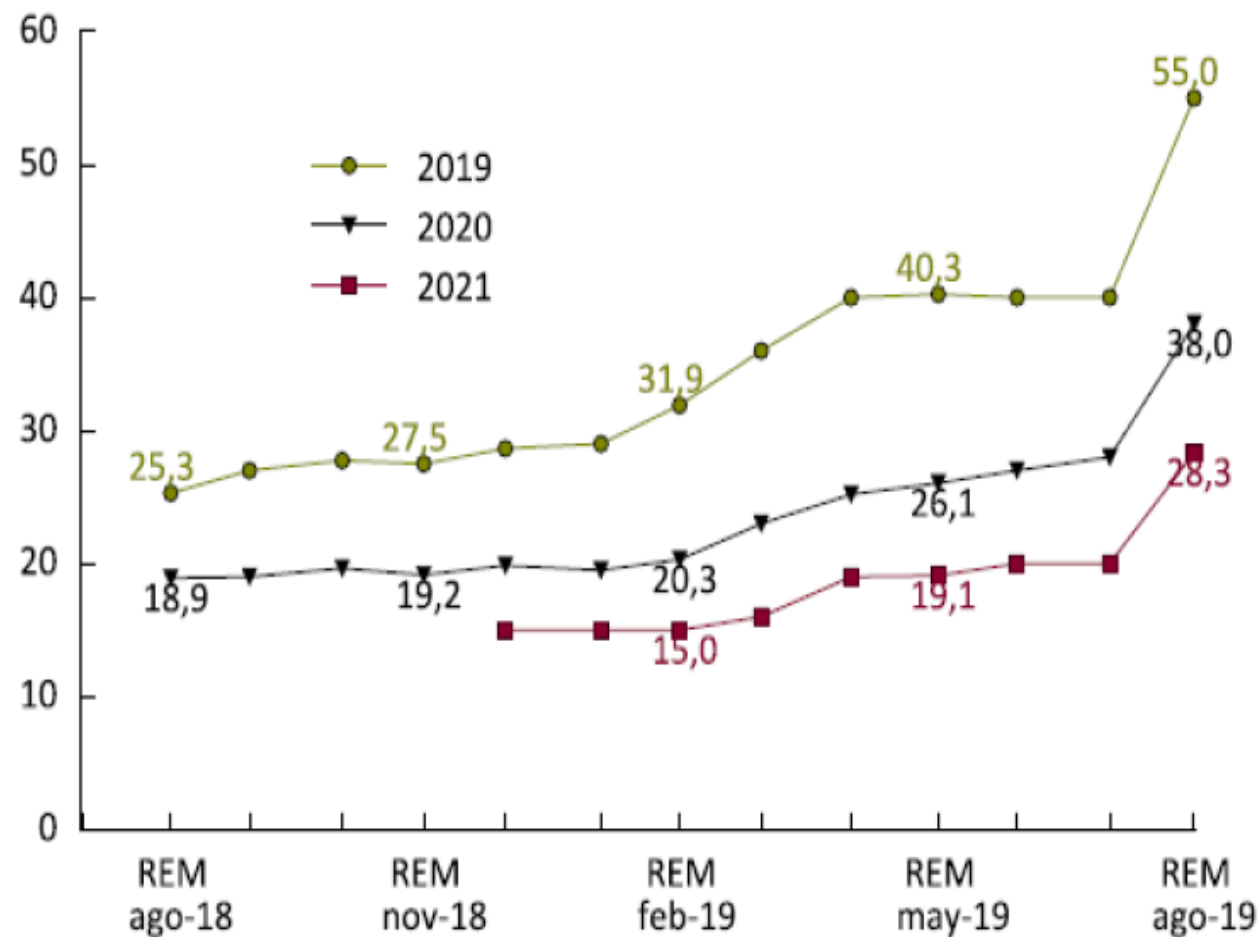
Indicador	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>PBI real (REM, YoY%)</b>	<b>2.7</b>	<b>-2.5</b>	<b>-2.2</b>	<b>0.2</b>	<b>2.3</b>
Consumo Privado (YoY%)	3.7	-1.5	-4.0	2.3	-
Consumo del Estado (YoY%)	2.5	-3.2	-0.3	-1.0	-
Inversión en capital fijo (YoY%)	10.3	-3.1	-13.5	4.0	-
Exportaciones (YoY%)	0.4	-1.5	6.1	3.6	-
Importaciones (YoY%)	12.4	-2.6	-10.6	5.4	-
Producción Industrial (YoY%)	1.7	-3.8	-2.0	2.0	-
IPC (Oficial, YoY, REM y estimación)	25.3	47.6	54.9	39.3	29.8
Desempleo (% , Bloomberg)	8.4	9.2	10.2	9.6	8.5
Cta. Corriente (% del PBI, Bloomberg)	-5.1	-5.6	-2.1	-1.9	-1.8
Res. Fiscal Primario (% PBI)	-3.9	-2,7	-0,5	1,0	-
R. Fiscal Financiero (% PBI)	-6.8	-3.8	-3.5	-2.8	-2.6
Tasa BCRA (% , REM)	28.75	65.65	73.39	44.09	-
Paridad USDARS (REM)	18.62	37.67	68.80 (REM)	90.70 (REM)	-



# Aceleración de la inflación: expectativas al alza también



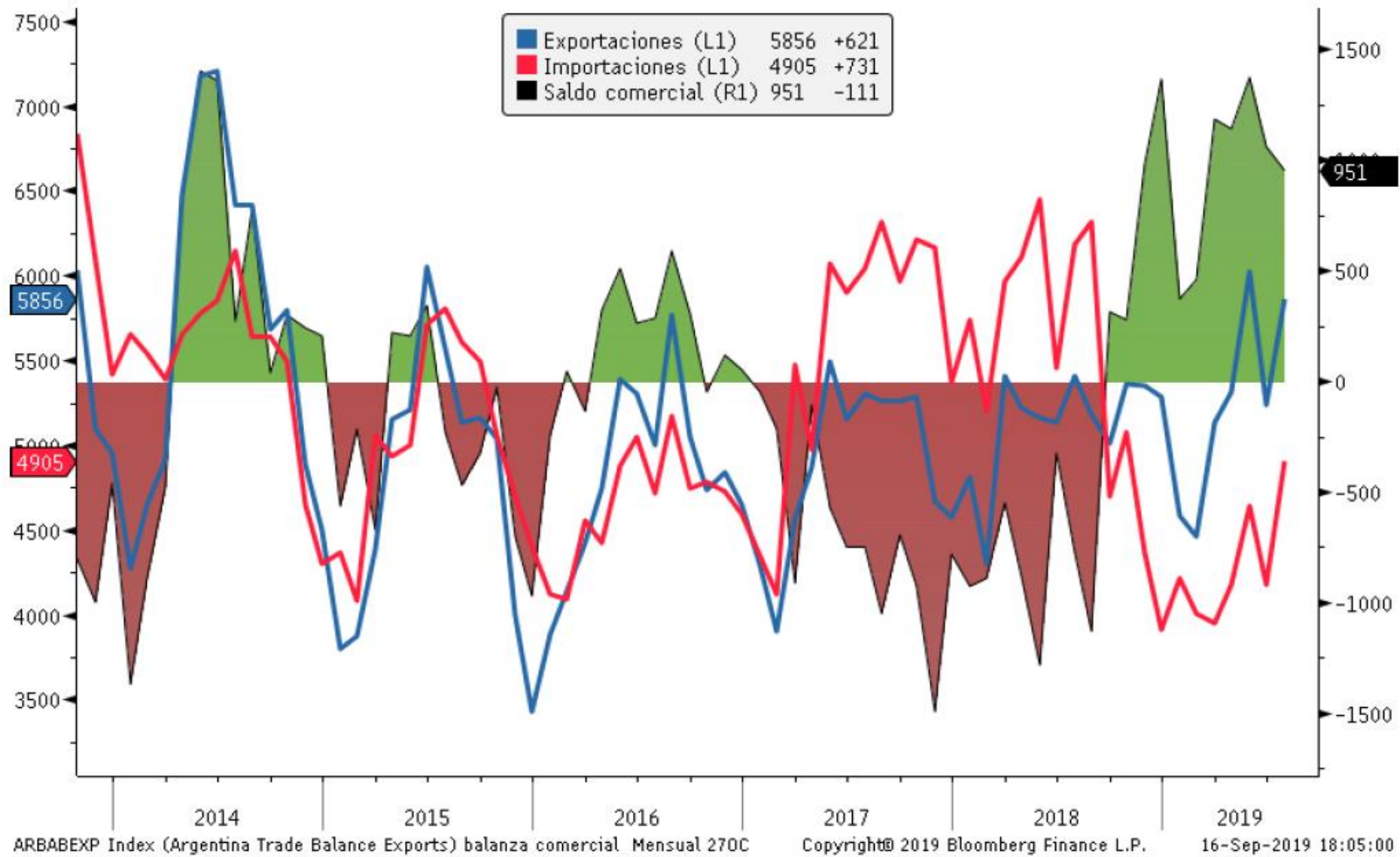
var. % i.a.



Fuente: REM - BCRA (ago-19)

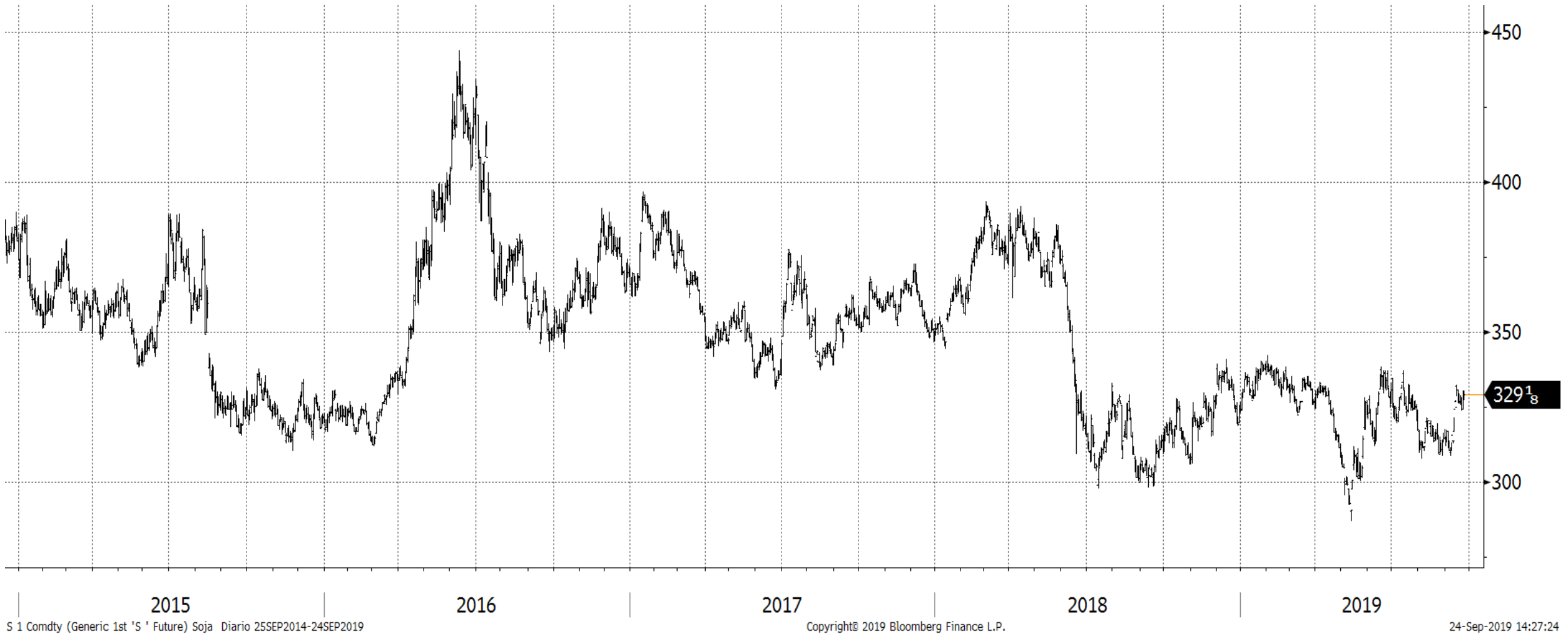
Nota: Mediana

# Algo para festejar: fuerte mejora del saldo comercial externo....



# ....aunque la soja no ayuda a cerrar el déficit de cuenta corriente

Soja, últimos 5 años en USD/tn



# Un largo historial de desaciertos: ¿en qué invertir?

1985 – Desagio del Plan Austral, tasa de interés fija para todos los contratos.

1988 – Ley 23.549 o “ahorro obligatorio”, devolución de tus ahorros en plazos (confiscatorio)

1989 – Plan Bonex, convertibilidad de plazos fijos en bonos a maturity 1999

2001 – Corralito y Corralón, restricciones varias sobre los ahorros. Default selectivo.

2002 – Continuación del corralito al corralón e impuesto al cheque, transferencias y ley de emergencia vigente hasta 2016

2002 – Default de deuda externa con quitas no menores en PDI PDA y claims pendientes reclamando dinero.

2006 – Prohibición de ejecuciones de hipotecas

2007 – Fin a la vida de las AFJP, monopolio del ANSES.

2009 – Expropiación de YPF y AA. 7 años para resolver el claim de Repsol.

2009 – Intervención del Estado en empresas cotizantes y cambios en la ley de capitales y uso de fondos. Cepo o Corralito III.

2010 – Tasas reales negativas en activos en moneda local.

2010 a 2016. Alta inflación, tasas reales neutrales o negativas, impuesto señoriaje.

2011 – Cambios en las principales estadísticas económicas.

2015 – BCRA interviene la curva de dólares generando un pasivo de \$ 15 bn.

2016 – Quiebre de precios en contratos de FX a futuro –NDF vs Rofex-.

2016 – Cambio sucesivo de los datos de inflación para bonos atados a ella.

2016 – Juicio por bono GDP Warrant

2017. Ley 27.430 (Renta Financiera) rompe con los supuestos del sinceramiento fiscal

2018 – Ala política “interviene” la política monetaria. Lebac se acortan a Leliq.

2019 – Default de deuda en moneda local y dura (poco más de \$ 200bn)

2019 – “Cepo” financiero producto de debilidad en reservas. 2020 ¿Leliq?

2016 – 2019. Alta inflación con tasas neutrales o negativas

2019. Ruptura de FCI y M. Capitales

# Reperfilamiento o reconformación de la deuda

- Una deuda que no cumple con los términos originales y es modificada en sus características iniciales contenidas en el prospecto de emisión es una reducción en el valor presente neto.
- El cambio puede provenir de tres variables claves a la hora de analizar la compra de un bono (entre muchas otras): el valor nominal, los intereses y el plazo.
- **Ley NY: aplican las cláusulas de acción colectiva**, que extrapolan al tercio restante si al menos dos tercios deciden cambiar los términos originales en forma voluntaria de un grupo de bonos en conjunto, con un mínimo del 50% para cada serie emitida.
- Claramente **los mercados descuentan que un evento de deuda ocurrirá en los próximos años**. Con una probabilidad del 93% para ser exactos en 5 años.
- El acuerdo sería voluntario y elimina todo tipo de holdouts: alcanzaría a los bonos de legislación doméstica si los acreedores las aceptan en forma voluntaria (hoy no poseen).

# Riesgo de default de Argentina en perspectiva

- Credit Default Swaps de Argentina en perspectiva: en 2016 se terminaron gatillando por default selectivo que decretó Griesa.
- Esta vez no será el caso si hay acuerdo con acreedores en torno a cláusulas de acción colectiva.
- Voluntario: saca del medio a holdouts.

CDS 5 años	Último*	Anterior	Var.bps
Brasil	136	136	-0.1
Argentina	4,087	4,178	-90.6
Chile	37	37	0.0
China	48	49	-0.6
Colombia	94	93	0.2
Indonesia	77	N.A.	-
Malasia	51	51	-0.0
México	115	115	-0.2
Panamá	55	55	0.5
Perú	53	53	0.2
Rusia	84	85	-0.8
Sudáfrica	196	196	0.0
Turquía	373	380	-7.0



Fuente: Bloomberg

# Reestructuración: los casos de Ucrania y Uruguay

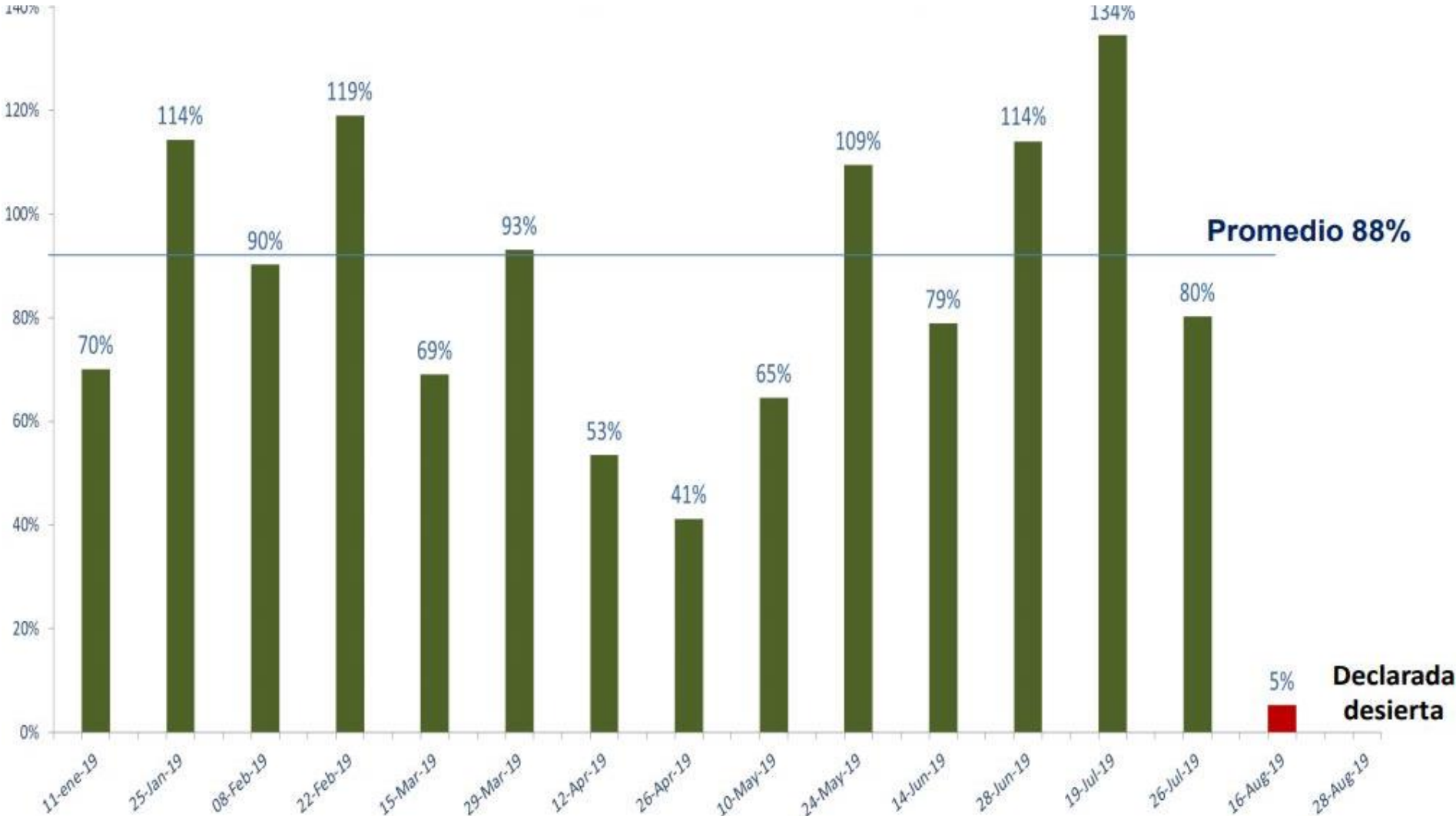
	<b>Ucrania (2015)</b>	<b>Uruguay (2003)</b>
<b>Extensión de plazos</b>	<b>5-10 años</b>	<b>6 años</b>
<b>Cupones</b>	<b>De 7.2% a 7.7%</b>	<b>Sin cambios</b>
<b>Reducción de principal</b>	<b>No</b>	<b>No</b>
<b>Haircut de VPN para tenedores</b>	<b>20%</b>	<b>10%</b>
<b>Acuerdo con FMI</b>	<b>De Stand By a EEF</b>	<b>De Stand By a EEF</b>
<b>Canje</b>	<b>Bono anexo al PBI</b>	<b>Bonos bullet</b>
<b>Período de gracia</b>	<b>Si</b>	<b>No</b>
<b>Reformas</b>	<b>Si</b>	<b>Si</b>

# Reperfilamiento o reconformación de la deuda

- **En el caso de Argentina, y al igual que los dos casos anteriores, no sería una reestructuración con una quita de capital, sino un reperfilamiento sin quita.**
- **La propuesta de fondos de inversión para la deuda argentina no incluye haircut sino extensión en los plazos de entre 4 y 5 años.**
- **Sí incluiría una extensión de plazos y períodos de gracia (cupones step-up).**
- **El universo de bonos alcanzados podría ser 2020-2028, porque entre el 2028 y el Discount 2033 no hay bonos que amorticen capital.**
- **Se reconformaría la parte del capital del Discount que amortiza anticipadamente.**
- Los corporativos se defienden más y se descuenta que las empresas no reconformarán sus deudas porque están líquidas en su mayoría.
- Pero el riesgo ahora es esa parte del riesgo país que se llama “riesgo de transferencia”.



# Si *roll-over* privado de Letes en USD: entra el ANSES en juego

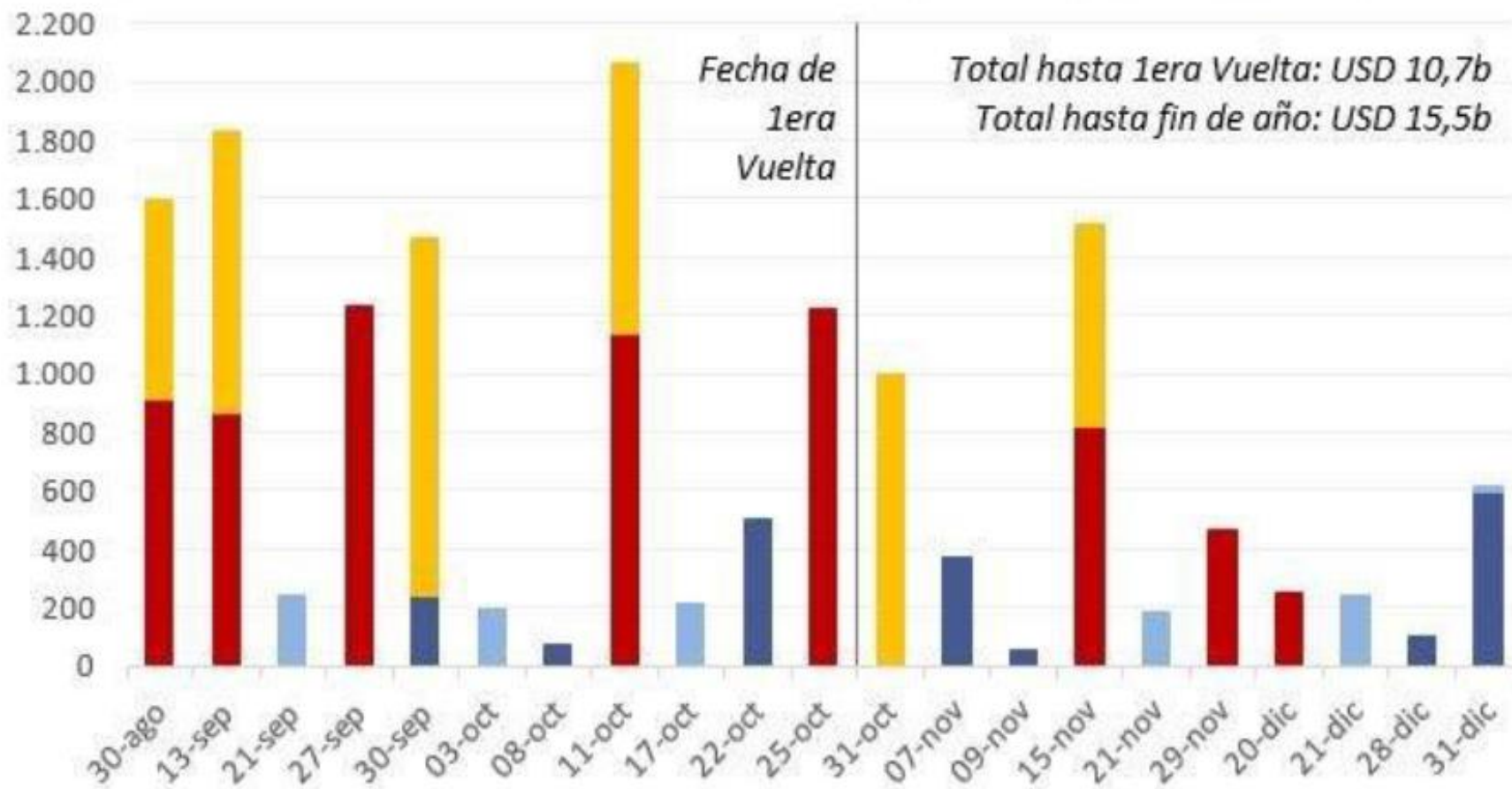


Fuente: Ministerio de Hacienda



# Vencimientos de Letras y Bonos soberanos en manos del sector privado: año 2019 (USD M mensuales)

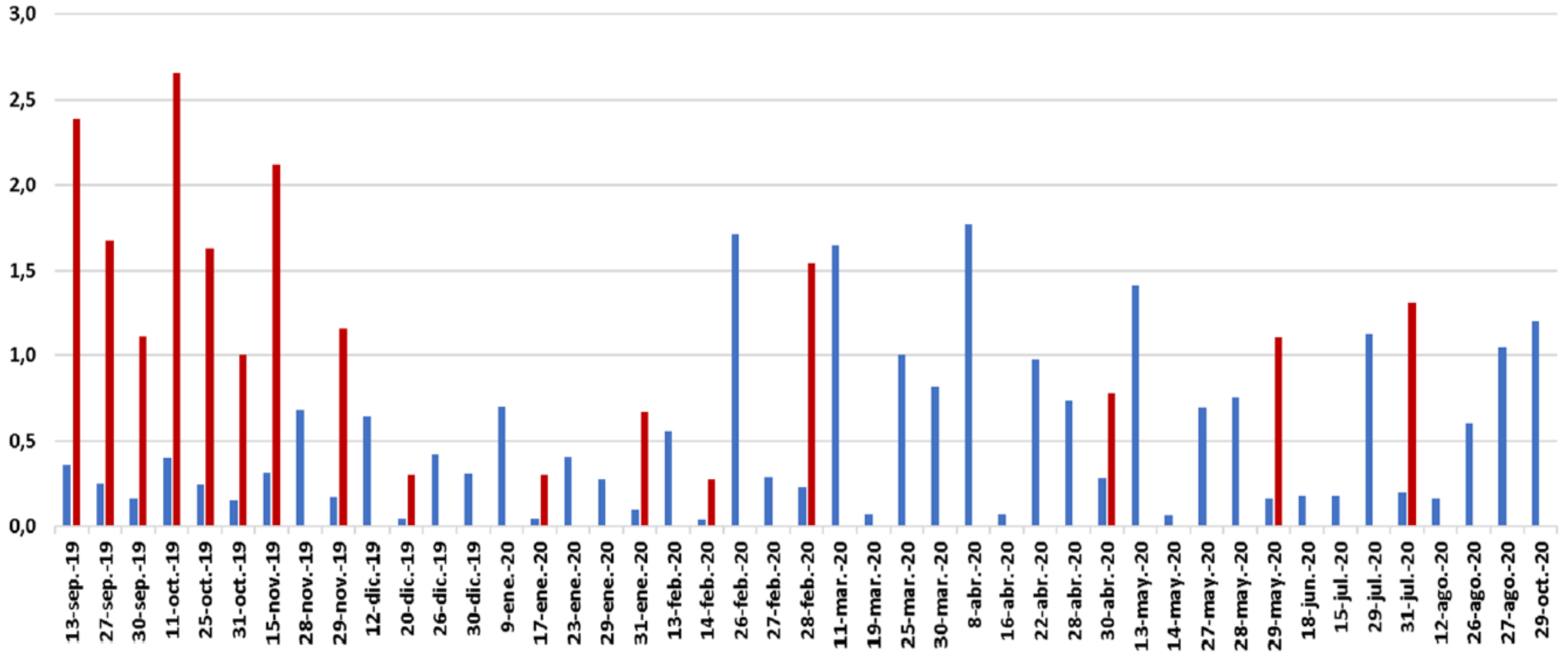
■ Cupones bonos en Monex ■ Cupones bonos ARS (a FX = 60) ■ Letes ■ Lecaps+Lecer



Fuente:  
Ministerio  
de Hacienda

# Reperfilamiento: vencimiento de Letras hasta fin de año

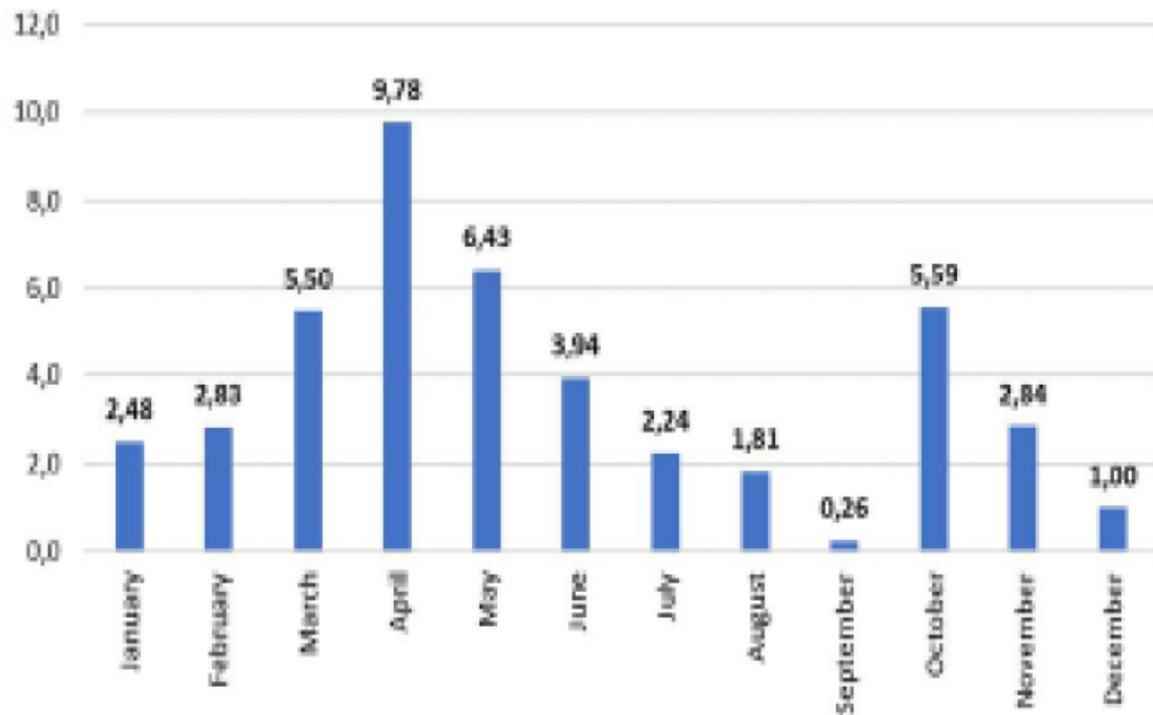
Azul: vencimientos de capital e intereses de Letes en USD y (Lecaps/Lecer) en ARS



# Deuda soberana por tipo de acreedor

	31-12-18				31-03-19					
Deuda Pública Nacional Bruta	En mill de US\$ (a)	% Total	% PIB <sup>(4)</sup> -TC fin del periodo <sup>(5)</sup>	% PIB <sup>(4)</sup> -TC promedio anual <sup>(5)</sup>	En mill de US\$ (b)	% Total	% PIB <sup>(4)</sup> -TC fin del periodo <sup>(5)</sup>	% PIB <sup>(4)</sup> -TC promedio anual <sup>(5)</sup>	Var. Absoluta (b) - (a) en mill de US\$	Var. Relativa [(b) / (a) - 1] (%)
Agencias del Sector Público <sup>(1)</sup>	126.188	38,8%	32,7%	24,3%	120.429	37,1%	32,8%	24,9%	(5.758)	-4,6%
<b>Sector Privado</b>	148.054	45,6%	38,3%	28,5%	<b>146.727</b>	<b>45,2%</b>	40,0%	30,3%	(1.328)	-0,9%
Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración <sup>(2)</sup>	2.805	0,9%	0,7%	0,5%	2.477	0,8%	0,7%	0,5%	(329)	-11,7%
Multilaterales y Bilaterales	57.950	17,8%	15,0%	11,1%	57.742	17,8%	15,7%	11,9%	(208)	-0,4%
<b>Total Deuda Pública Bruta</b>	<b>332.192</b>	<b>100%</b>	<b>86,0%</b>	<b>63,9%</b>	<b>324.898</b>	<b>100%</b>	<b>88,5%</b>	<b>67,1%</b>	<b>(7.294)</b>	<b>-2,2%</b>
Valores Negociables Vinculados al PIB <sup>(3)</sup>	13.193	100%	3,4%	2,5%	13.031	100%	3,5%	2,7%	(162)	-1,2%

# Vencimientos de Letras y Bonos soberanos en manos del sector privado: USD 46,6 B en el año 2020 (K+i, USD Bn.)



Payments for 2020					Total Private Sector
	Total	Interests	Principal	Debt%	
Lecaps	9,7	0,0	9,7	20,7%	7,93
Ars Bonds	12,9	2,8	10,1	27,7%	7,22
Letes	9,9	0,0	2,2	21,2%	2,18
<b>USD Bonds</b>	<b>11,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>24,1%</b>	<b>6,61</b>
USD NY Law	3,2	3,2	0,0	6,8%	1,58
USD AR Law	8,1	2,6	5,5	17,3%	4,03
Euro Bonds	1,0	1,0	0,0	2,2%	0,51
Yens	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,01
CHF	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,01
IMF	1,9	1,9	0,0	4,1%	1,90
<b>Total</b>	<b>46,6</b>	<b>11,5</b>	<b>27,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>26,36</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda

# Bonos USD/EUR que cumplirían el criterio para ser reperfilados

			Amount Out.	Maturity	CPN
<b>External Law</b>	Arg 21	US040114GW47 Corp	4,50	22-Apr-21	6,875
	Arg 22	040114HK9 Corp	3,25	26-Jan-22	5,625
	Arg 23	US040114HP86 Corp	1,75	11-Jan-23	4,625
	Arg 26	US040114GX20 Corp	6,50	22-Apr-26	7,500
	Arg 27	US040114HL72 Corp	3,75	26-Jan-27	6,875
	Arg 28	US040114HF05 Corp	1,00	06-Jul-28	6,625
	Arg 5 7/8 28	US040114HQ69 Corp	4,25	11-Jan-28	5,875
<b>Local Law</b>	Bonar 20	ARARGE3200U1 Corp	2,95	08-Oct-20	8,000
	Bonar 24	ARARGE03H413 Corp	12,58	07-May-24	8,750
	Bonar 25	ARARGE320408 Corp	5,55	18-Apr-25	5,750
<b>Total USD</b>			<b>46,08</b>		

			Amount Out.	Maturity	CPN
<b>EUR</b>	Arg 22	XS1503160225 Corp	1,25	15-Jan-22	3,875
	Arg 23	XS1715303340 Corp	1,00	15-Jan-23	3,375
	Arg 27	XS1503160498 Corp	1,25	15-Jan-27	5,000
	Arg 28	XS1715303779 Corp	1,00	15-Jan-28	5,250
<b>Total Euro</b>			<b>4,50</b>		

# Bonos ARS que cumplirían el criterio para ser reperfilados

			Amount Out.	Maturity	CPN
Badlar	Argbon 20	ARARGE3201B9 corp	16,73	02-Mar-20	54,210
Floater	Argbon 22	ARARGE3203R1 corp	53,63	03-Apr-22	54,233
Argpom	Argpom	ARARGE3204M0 corp	142,38	21-Jun-20	65,991
	TC20	ARARGE4502L8 corp	110,40	28-Apr-20	2,250
	TC21	ARARGE320283 corp	57,39	22-Jul-21	2,500
CER	TC23	ARARGE4505O5 corp	28,30	06-Mar-23	4,000
	TC25	ARARGE4505U2 corp	29,91	27-Apr-25	4,000
	A2M2	ARARGE3205N5 corp	30,00	06-Mar-20	4,000
<b>Total Ars</b>			<b>468,73</b>		
<b>Total USD (Fx Ars 60)</b>			<b>7,81</b>		

# Ejercicio de reperfilamiento

Discount Rate <b>15%</b>							Each Bond maturity is extended by 10 years		All Bond maturities are extended to 2029	
	Amount Out.	Maturity	CPN	Clean Price	Accrual Int	Dirty Price	No Haircut	Haircut of 15,00%	No Haircut	Haircut of 15,00%
Arg 21	4,50	22-Apr-21	6,875	51,909	2,655	54,564	9,86%	-7,38%	16,33%	-1,88%
Arg 22	3,25	26-Jan-22	5,625	47,623	0,703	48,326	2,76%	-12,88%	14,63%	-2,79%
Arg 23	1,75	11-Jan-23	4,625	46,021	0,771	46,792	-9,18%	-23,06%	7,97%	-8,48%
Arg 26	6,50	22-Apr-26	7,500	46,445	2,896	49,341	19,85%	0,94%	36,83%	15,37%
Arg 27	3,75	26-Jan-27	6,875	45,620	0,859	46,479	12,44%	-4,71%	33,36%	13,08%
Arg 28	1,00	06-Jul-28	6,625	44,679	1,196	45,875	9,37%	-7,43%	31,40%	11,29%
Arg 5 7/8 28	4,25	11-Jan-28	5,875	44,499	0,979	45,478	-0,19%	-15,49%	25,68%	6,49%
Bonar 20	2,95	08-Oct-20	8,000	45,600	3,400	49,000	40,13%	18,00%	43,29%	20,68%
Bonar 24	12,58	07-May-24	8,750	41,736	3,014	44,750	59,04%	34,10%	76,01%	48,53%
Bonar 25	5,55	18-Apr-25	5,750	39,716	2,284	42,000	17,93%	-0,62%	44,00%	21,54%

Discount Rate <b>20%</b>							Each Bond maturity is extended by 10 years		All Bond maturities are extended to 2029	
	Amount Out.	Maturity	CPN	Clean Price	Accrual Int	Dirty Price	No Haircut	Haircut of 15,00%	No Haircut	Haircut of 15,00%
Arg 21	4,50	22-Apr-21	6,875	51,909	2,655	54,564	-17,19%	-30,38%	-10,70%	-24,86%
Arg 22	3,25	26-Jan-22	5,625	47,623	0,703	48,326	-23,99%	-35,62%	-12,80%	-26,10%
Arg 23	1,75	11-Jan-23	4,625	46,021	0,771	46,792	-34,16%	-44,29%	-18,78%	-31,22%
Arg 26	6,50	22-Apr-26	7,500	46,445	2,896	49,341	-10,62%	-24,96%	5,57%	-11,20%
Arg 27	3,75	26-Jan-27	6,875	45,620	0,859	46,479	-16,61%	-29,41%	2,66%	-13,02%
Arg 28	1,00	06-Jul-28	6,625	44,679	1,196	45,875	-19,04%	-31,58%	0,39%	-15,07%
Arg 5 7/8 28	4,25	11-Jan-28	5,875	44,499	0,979	45,478	-26,68%	-38,00%	-4,10%	-18,82%
Bonar 20	2,95	08-Oct-20	8,000	45,600	3,400	49,000	7,08%	-10,10%	10,45%	-7,24%
Bonar 24	12,58	07-May-24	8,750	41,736	3,014	44,750	21,17%	1,91%	41,09%	18,84%
Bonar 25	5,55	18-Apr-25	5,750	39,716	2,284	42,000	-13,33%	-27,20%	11,08%	-6,44%



# Reperfilamiento o reconformación de la deuda

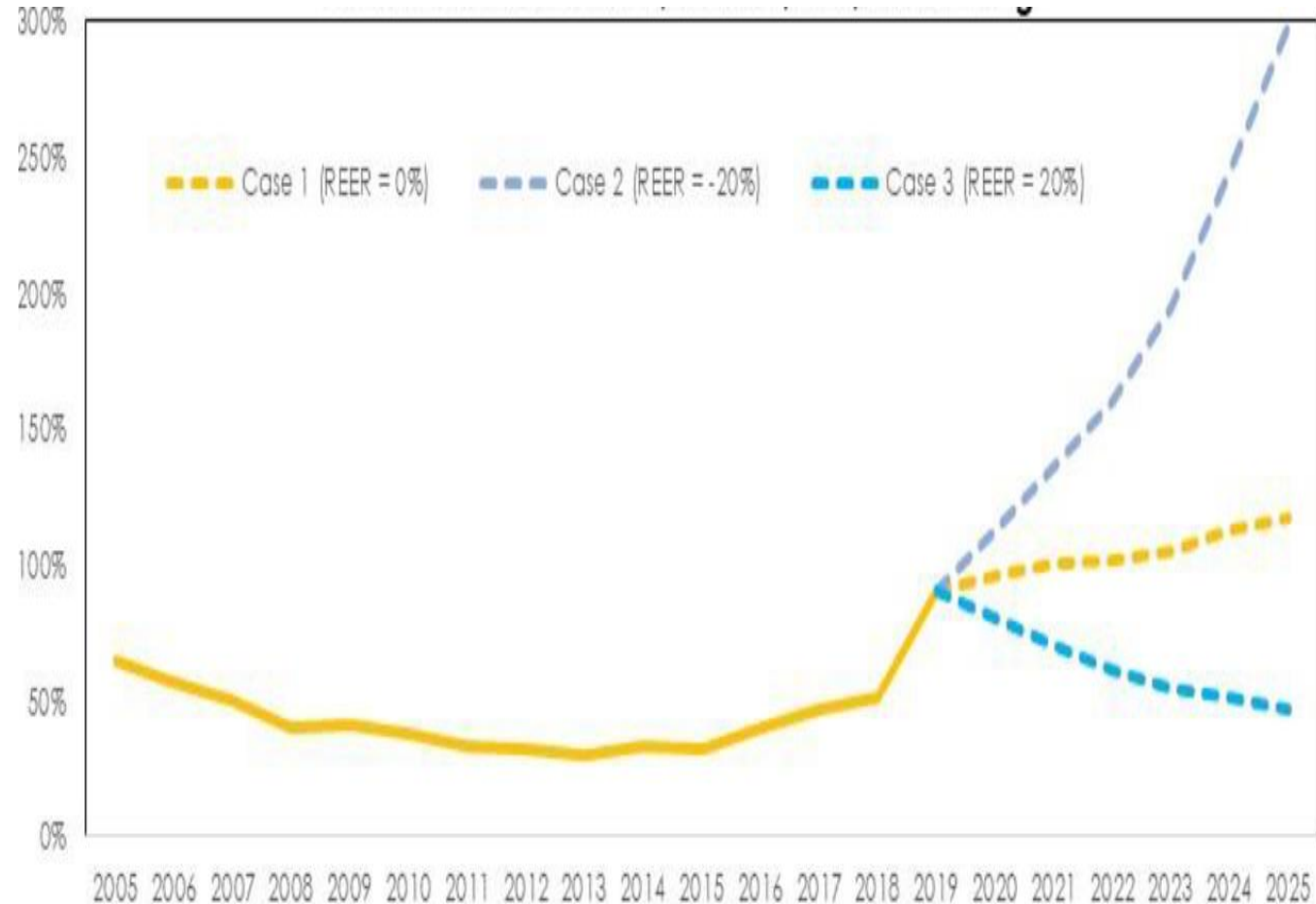
- Las PASO significaron un cambio de juego en el mercado de capitales y la precipitación de un escenario no deseado para los inversores.
- El FMI ya confirmó que la plata de la cuota de septiembre no está.
- Falta mucho para las elecciones, más para el cambio de gobierno y mucho más aún para una propuesta integral al problema de la deuda, que la misma sea tratada, aprobada y aceptada por las mayoría de los acreedores.
- El marco es de actividad económica que empeora, baja de depósitos y reservas drenando.
- **Argentina debería aprovechar para mejorar su solvencia, no sólo situación de liquidez.**
- Los precios de los bonos ya descuentan ese posible escenario.
- **Si se reconforma la deuda a corto plazo sin quita, los mismos problemas vuelven más adelante si el crecimiento es magro o nulo y si no se cuida el superávit fiscal primario alcanzado este año.**

# La importancia del tipo de cambio real

Ratio deuda soberana total / PBI en base a distintos escenarios de TCRM

Assumptions							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
GDP Growth, Y/Y	-1.75%	-2.00%	1.00%	2.00%	2.50%	2.50%	2.50%
Nominal Fiscal Deficit	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Inflation Y/Y	60%	50%	43%	38%	33%	28%	23%
<b>Case 1 (REER = 0%)</b>	\$60.00	\$90.00	\$128.70	\$177.61	\$236.22	\$302.36	\$371.90
<b>Case 2 (REER = -20%)</b>	\$60.00	\$108.00	\$185.33	\$306.90	\$489.82	\$752.36	\$1,110.48
<b>Case 3 (REER = 20%)</b>	\$60.00	\$72.00	\$82.37	\$90.90	\$96.72	\$99.04	\$97.45
<b>Case 1 (REER = 0%)</b>	89.86%	96.23%	100.40%	101.09%	105.01%	112.90%	117.52%
<b>Case 2 (REER = -20%)</b>	89.86%	112.25%	136.57%	160.00%	193.98%	244.89%	298.60%
<b>Case 3 (REER = +20%)</b>	89.86%	80.21%	70.66%	61.07%	54.94%	51.24%	47.06%

Fuente: XP



# Restricciones para empresas y provincias para pagar deudas



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

COMUNICACIÓN "A" 6782	16/09/2019
-----------------------	------------

A LAS ENTIDADES FINANCIERAS,  
A LOS OPERADORES DE CAMBIO:

Ref.: Circular  
CAMEX 1 - 808

*Exterior y cambios. Adecuaciones.*

Nos dirigimos a Uds. para comunicarles que esta Institución adoptó la siguiente resolución:

"1. Disponer que lo establecido en el punto 15 de la Comunicación "A" 6770 no resulta de aplicación a las centrales locales de depósito colectivo de valores por los fondos percibidos en moneda extranjera por los servicios de capital y renta de títulos del Tesoro Nacional, que sean retransferidos al exterior como parte del proceso de pago a solicitud de las centrales de depósito colectivo del exterior."

Saludamos a Uds. atentamente.

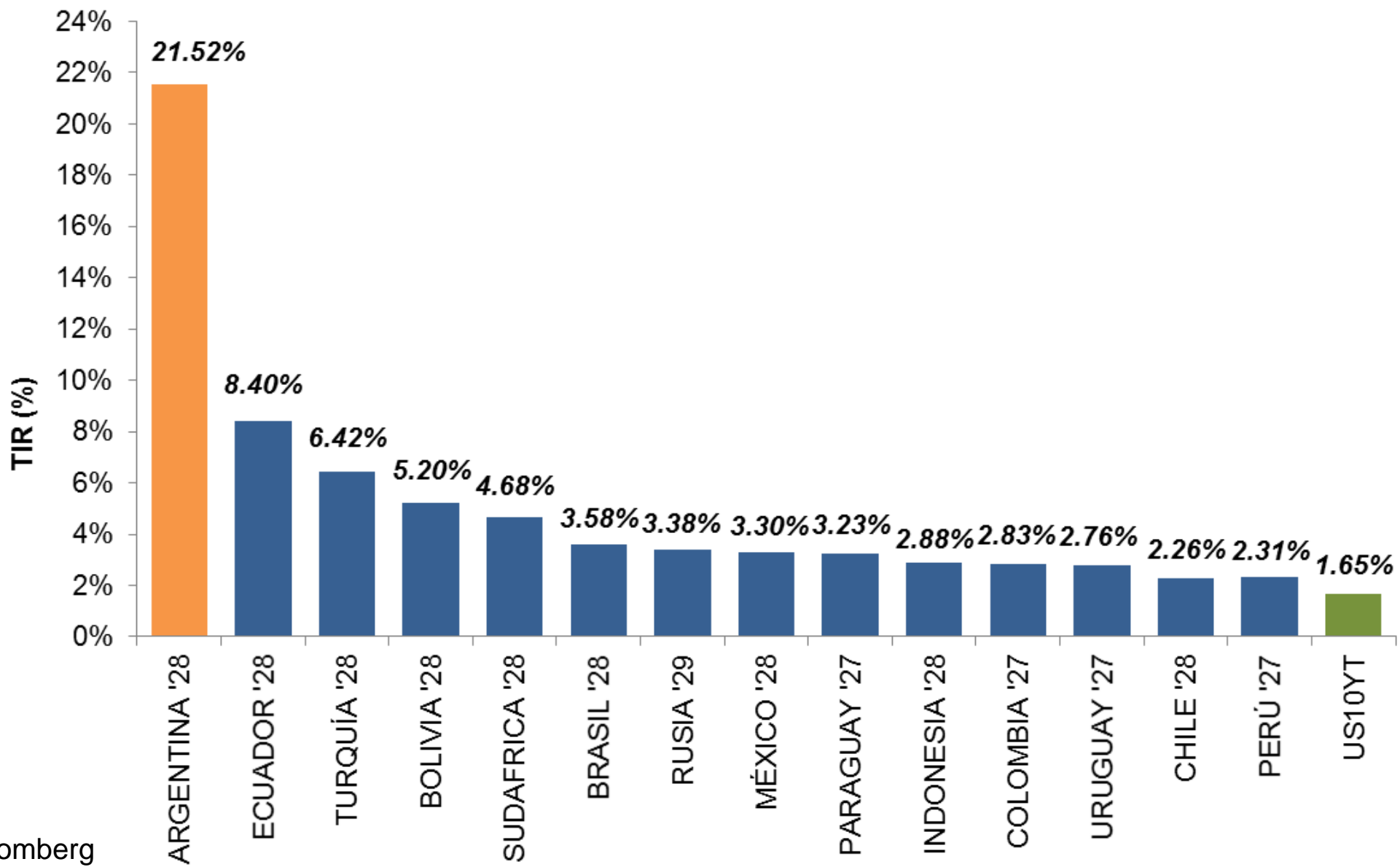
BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Oscar C. Marchelletta  
Gerente Principal de  
Exterior y Cambios a/c

Agustín Torcassi  
Subgerente General  
de Regulación Financiera

- Solucionado el problema de tenedores de Letes/Bonos soberanos en el exterior, el BCRA debería emitir la normativa correctiva de la Com. A 6770 para que las empresas y provincias también puedan ser excluidas de las restricciones y poder girar al exterior vía agencias de clearing.
- Por ahora lo podrán hacer mediante CCL.
- Afecta a los bonos legislación ARGENTINA, los de legislación NY no están siendo alcanzados.
- A menos que haya una nueva excepción en la Comunicación A 6770 en las próximas semanas.
- Se vienen pagos de provinciales y corporativos en estas semanas.

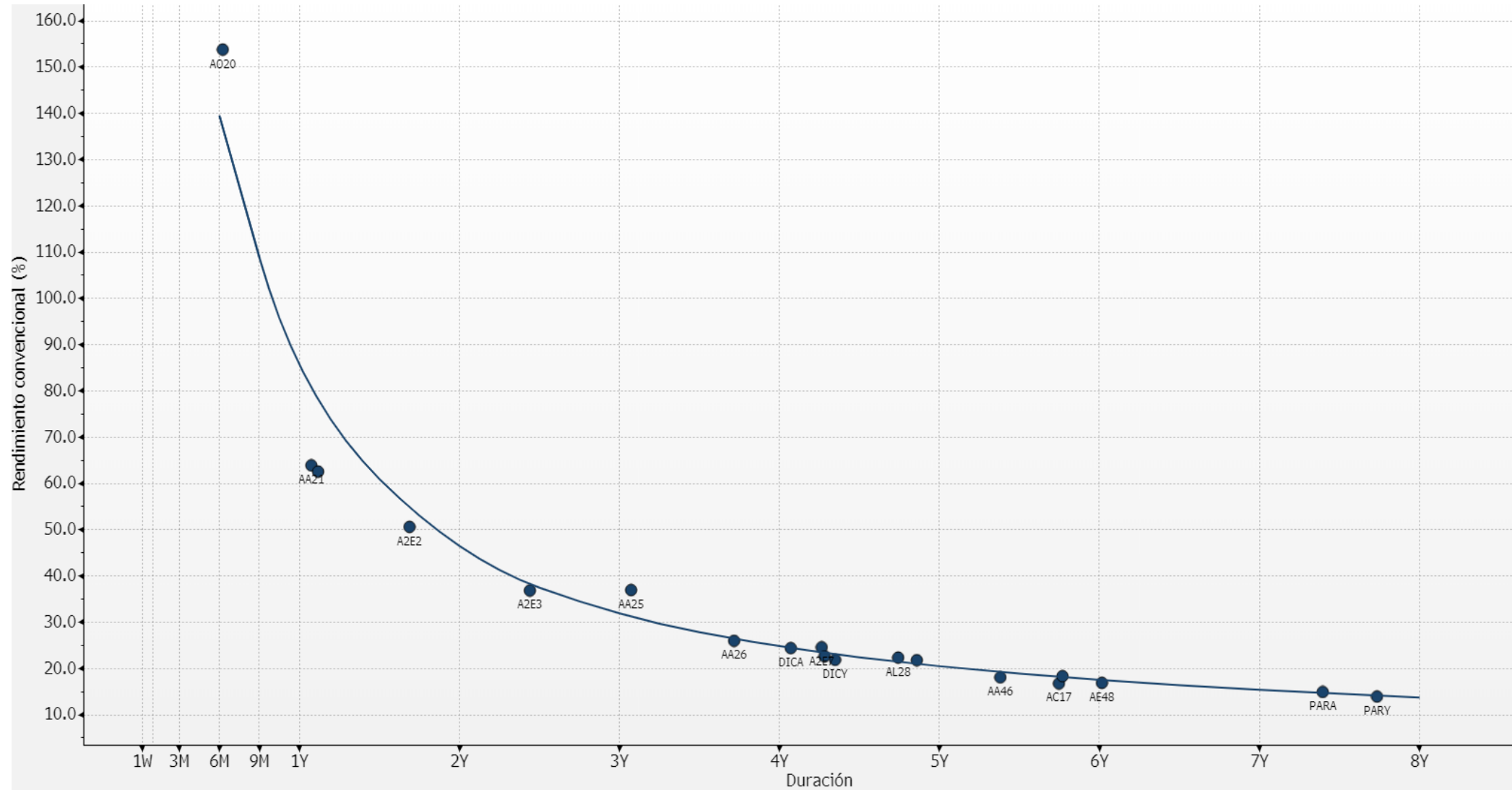
# Rendimiento de bonos comparados



Fuente: RfT en base a Bloomberg



# Curva de Rendimientos Soberana en USD

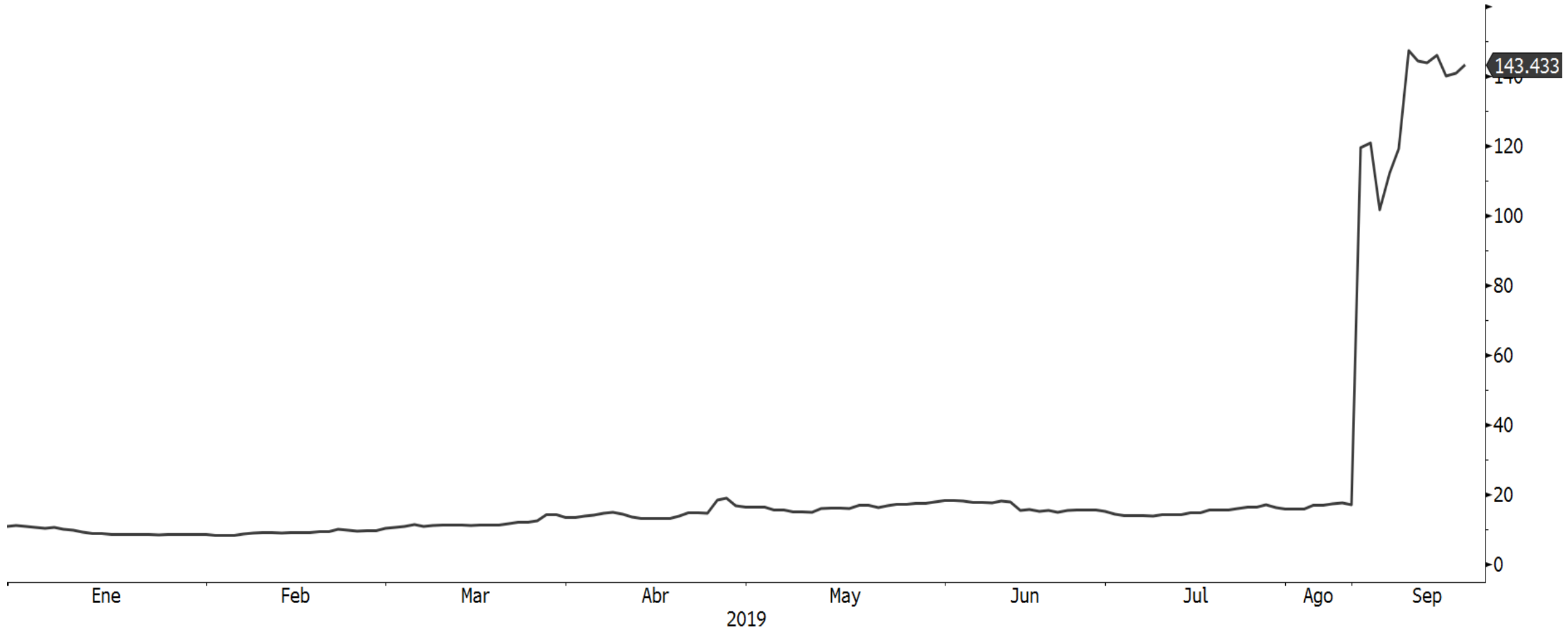


Fuente: RfT en base a Bloomberg

# Bonos en dólares: datos estadísticos

Short Name	Número en br	Fin Mty	↑	Cpn	Last Px	YAS Bd Yld	Mid Mac Dur	S&P	Mkt Iss	Amt Out	%5D	%YTD
ARGNT BONAR	A020	10/08/2020		8.000	38.51	144.24	0.93	CCC-	DOMESTIC	2.948B	-24.8%	-60.1
ARGENTINA	AA21	04/22/2021		6.875	48.69	61.53	1.43	CCC-	GLOBAL	4.497B	-3.8%	-46.3
ARGENTINA	A2E2	01/26/2022		5.625	43.84	47.63	2.13	CCC-	GLOBAL	3.250B	-3.8%	-48.3
ARGENTINA	A2E3	01/11/2023		4.625	41.82	35.87	2.91	CCC-	GLOBAL	1.750B	-4.2%	-47.2
ARGNT BONAR	AY24	05/07/2024		8.750	35.43	65.19	1.45	CCC-	DOMESTIC	12.583B	-23.2%	-61.8
ARGNT BONAR	AA25	04/18/2025		5.750	35.60	37.30	3.59		DOMESTIC	5.555B	-9.6%	-50.4
ARGENTINA	AA26	04/22/2026		7.500	43.17	25.75	4.22	CCC-	GLOBAL	6.497B	-2.9%	-46.4
ARGENTINA	A2E7	01/26/2027		6.875	41.21	24.30	4.79	CCC-	GLOBAL	3.750B	-4.1%	-46.2
ARGENTINA	A2E8	01/11/2028		5.875	40.22	21.61	5.40	CCC-	GLOBAL	4.250B	-3.5%	-44.5
ARGENTINA	AL28	07/06/2028		6.625	40.38	22.30	5.27	CCC-	GLOBAL	999.520M	-4.9%	-45.7
ARGENT-\$DIS	DICA	12/31/2033		8.280	43.91	23.05	4.64	CCC-	DOMESTIC	5.042B	-0.2%	-39.4
ARGENT-\$DIS	DICY	12/31/2033		8.280	46.05	22.58	4.76	CCC-	EURO-DOLLAR	3.966B	-4.1%	-41.5
ARGENT-\$DIS	DIY0	12/31/2033		8.280	44.59	23.32	4.68	CCC-	EURO-DOLLAR	1.296B	-4.0%	-42.6
ARGENT-GDP	TVPA	12/15/2035			1.74			CCC-	DOMESTIC	3.105B	-0.1%	-53.6
ARGENT-GDP	TVPY	12/15/2035			1.95			CCC-	GLOBAL	14.386B	-2.9%	-54.4
ARGENT-GDP	TVY0	12/15/2035			1.92			CCC-	EURO-DOLLAR	2.833B	-3.5%	-57.1
ARGENTINA	AL36	07/06/2036		7.125	41.77	18.37	6.26	CCC-	GLOBAL	1.750B	-3.8%	-42.2
ARGNT BONAR	AA37	04/18/2037		7.625	39.46	21.88	0.00		DOMESTIC	5.562B	+0.3%	-44.2
ARGENT-\$PAR	PARA	12/31/2038		3.750	36.78	14.53	8.07	CCC-	DOMESTIC	1.230B	+3.9%	-27.6
ARGENT-\$PAR	PARY	12/31/2038		3.750	38.52	14.03	8.24	CCC-	EURO-DOLLAR	5.297B	-3.9%	-30.5
ARGENTINA	AA46	04/22/2046		7.625	42.12	18.19	5.75	CCC-	GLOBAL	2.750B	-4.2%	-42.2
ARGENTINA	AE48	01/11/2048		6.875	40.74	17.05	6.40	CCC-	GLOBAL	3.000B	-4.9%	-41.7
ARGENTINA	AC17	06/28/2117		7.125	42.31	16.77	6.22	CCC-	GLOBAL	2.603B	-4.2%	-41.2

# Rendimiento del Bonar 8% 2020



QJ100923 Corp (ARGBON 8 10/08/20) A020 yield Diario 28DEC2018-24SEP2019

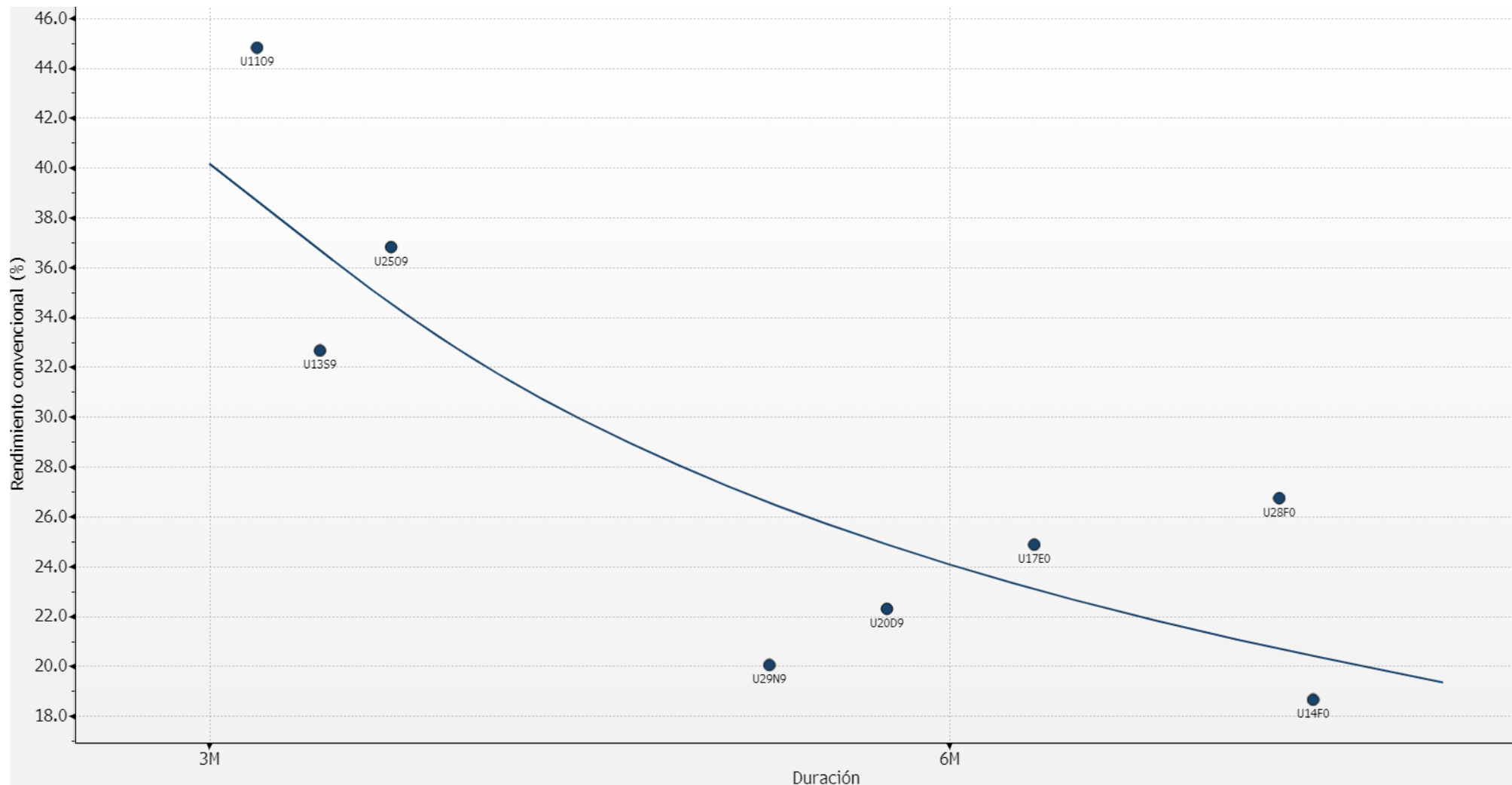
Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

24-Sep-2019 14:33:10

Fuente: Bloomberg



# Letes en dólares



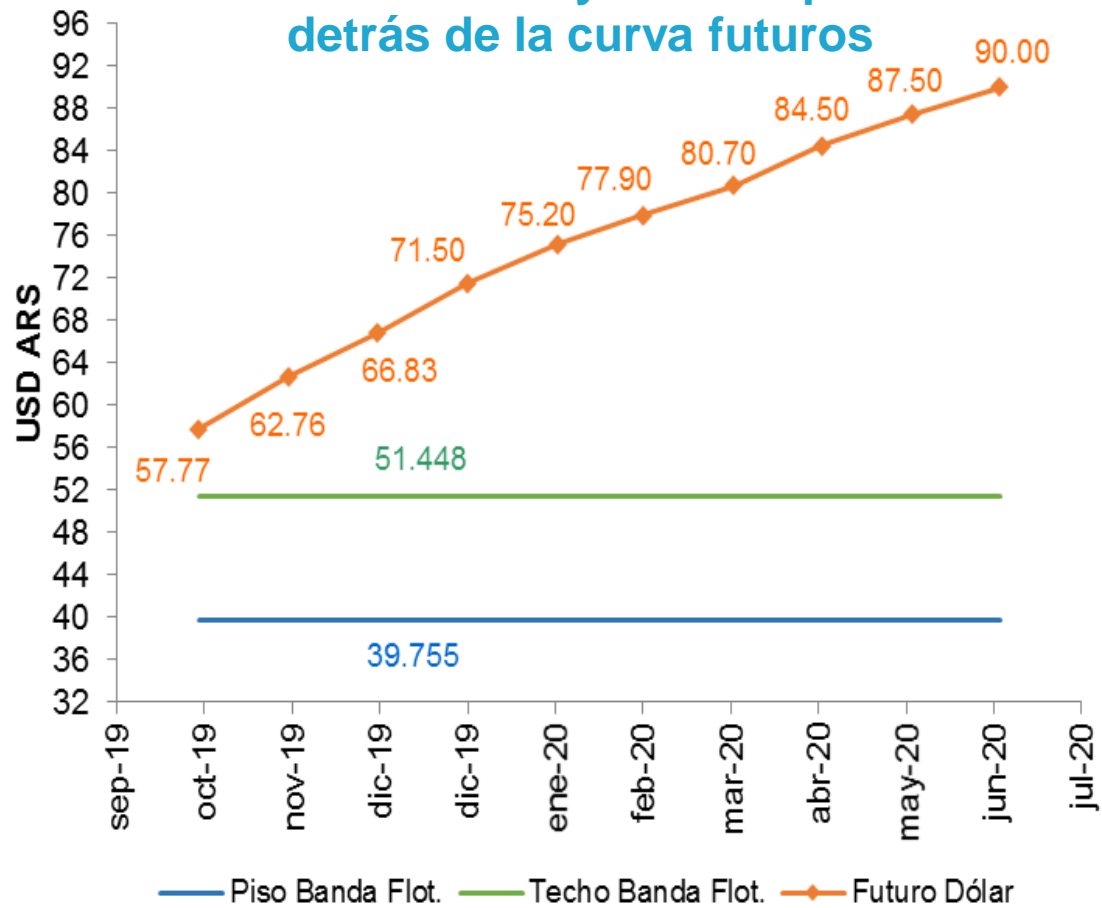
Fuente: Bloomberg



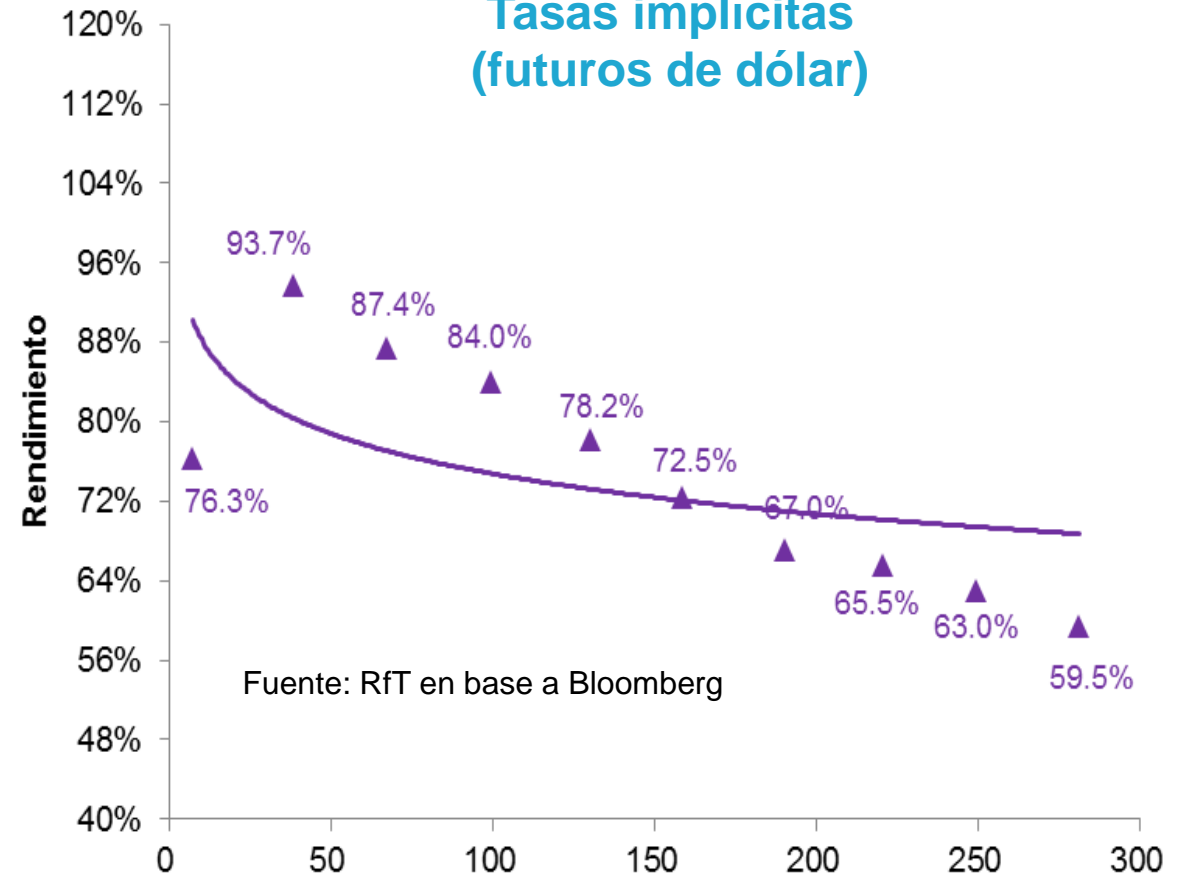
# La cobertura en el mercado cambiario y sus costos

El costo de cobertura de corto plazo (tasas implícitas ROFEX) sigue siendo alto.

## Nuevas Bandas y dólar implícito detrás de la curva futuros



## Tasas implícitas (futuros de dólar)



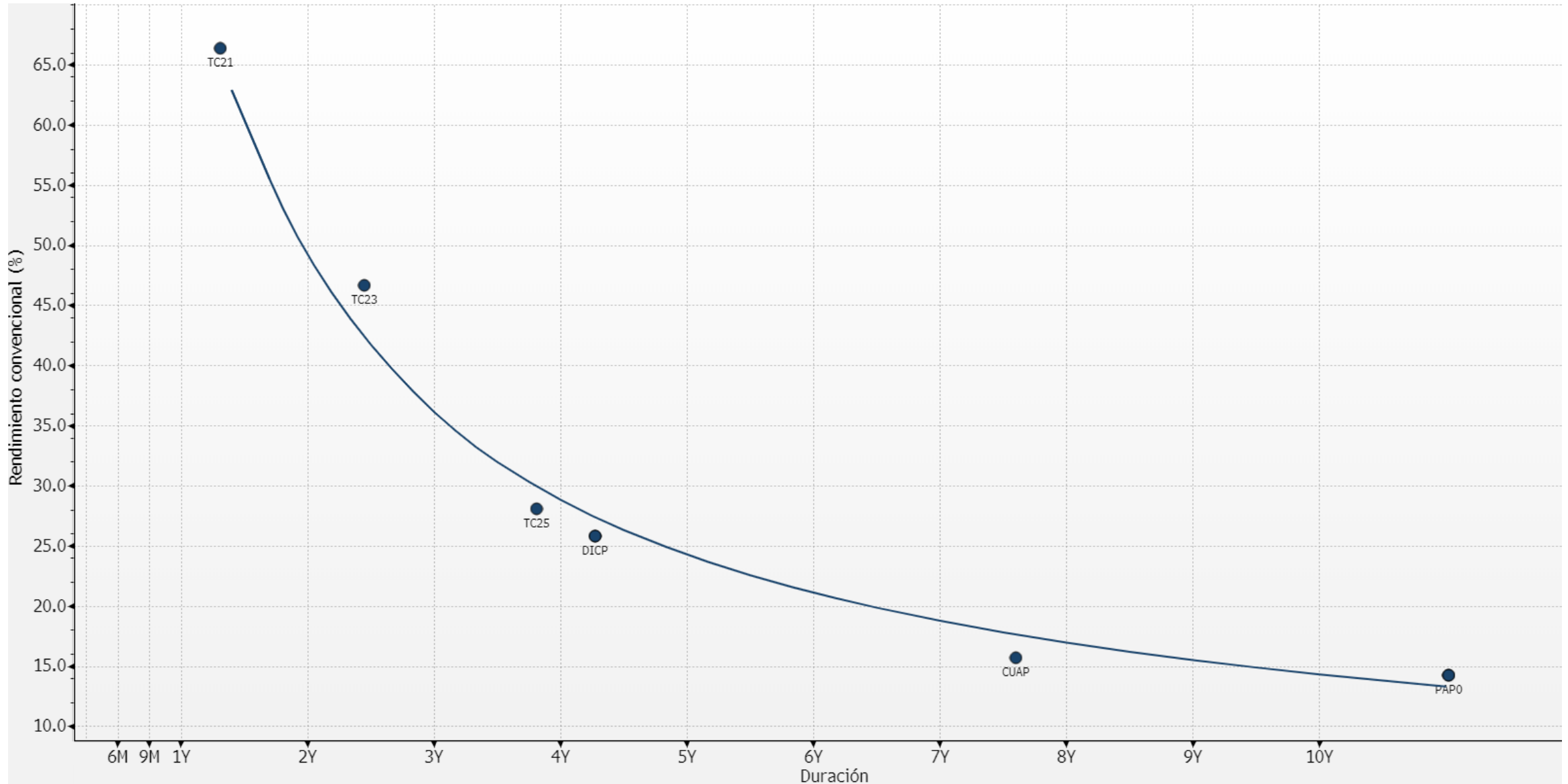
Fuente: RfT en base a Bloomberg



# Bonos en pesos: datos estadísticos

Ticker	Short Name	Número en bi	Fin Mty	Cpn	Last Px	YAS Bd Yld	Mid Mac Dur	%5D	%YTD
<b>LIGADOS AL CER</b>									
BONCER 2 1/4 04/28/20	d BONCER	TC20	04/28/2020	2.250	98.11	247.01	0.58	+6.2	-37.1
BONCER 2 1/2 07/22/21	d BONCER	TC21	07/22/2021	2.500	97.50	67.31	1.75	+3.2	-37.9
BONCER 4 03/06/23	d BONCER	TC23	03/06/2023	4.000	76.00	29.45	3.10	-12.2	-18.2
ARGBOC 2 03/15/24	d ARGNT-BOCON PR13	PR13	03/15/2024	2.000	225.00	67.46	1.35	-6.6	-45.1
BONCER 4 04/27/25	d BONCER	TC25	04/27/2025	4.000	110.00	15.76		--	+10.0
ARGENT 5.83 12/31/33	d ARGENT- DIS	DICP	12/31/2033	5.830	475.00	25.61	4.80	-5.0	-45.7
ARGENT 5.83 12/31/33	d ARGENT-DIS	DIP0	12/31/2033	5.830	460.00	26.37	4.63	-34.8	-40.3
ARGENT Float 12/15/35	d ARGENT-GDP	TVPP	12/15/2035		1.41			-17.1	-31.2
ARGENT 1.18 12/31/38	d ARGENT-PAR	PARP	12/31/2038	1.770	260.00	14.87	11.38	-3.7	-21.7
ARGENT 1.18 12/31/38	d ARGENT-PAR	PAP0	12/31/2038	1.770	248.00	15.59	8.94	--	-32.1
ARGENT 3.31 12/31/45	d ARG-QUASI PAR	CUAP	12/31/2045	3.310	360.00	15.56	7.77	-12.5	-19.6
<b>A TASA BADLAR</b>									
ARGBON Float 03/01/20	d ARGNT BONAR	AM20	03/01/2020	62.957	55.00	713.62	0.18	-6.8	-47.4
ARGBON Float 04/03/22	ARGNT BONAR	AA22	04/03/2022	55.469					
ARGBOC Float 10/04/22	d ARGNT-BOCON PR15	PR15	10/04/2022	51.603	102.50	393.66	0.00		-41.9
<b>A TASA FIJA</b>									
ARGTES 26 11/21/20	d BONTES 18	TN20	11/21/2020	26.000	103.50	31.87	0.98	--	+2.5
ARGTES 18.2 10/03/21	d BONTES 18	T021	10/03/2021	18.200	52.78	56.74	1.37	-6.9	-12.7
ARGTES 16 10/17/23	d BONTES 18	T023	10/17/2023	16.000	84.00	25.42	2.75	-9.7	-2.0
ARGTES 15 1/2 10/17/26	d BONTES 18	T026	10/17/2026	15.500	74.25	25.73	3.60	--	-10.5
<b>A TASA DE POLÍTICA MONETARIA</b>									
ARGPOM Float 06/21/20	d ARGENTINA POM	TJ20	06/21/2020	82.186	46.89	664.87	0.24	-13.2	-57.6
<b>CON CLÁUSULA GATILLO</b>									
ARGCER 4 03/06/20	d BONO AJUSTE CER	A2M2	03/06/2020	4.000	82.50	301.66	0.44	-0.7	-32.4

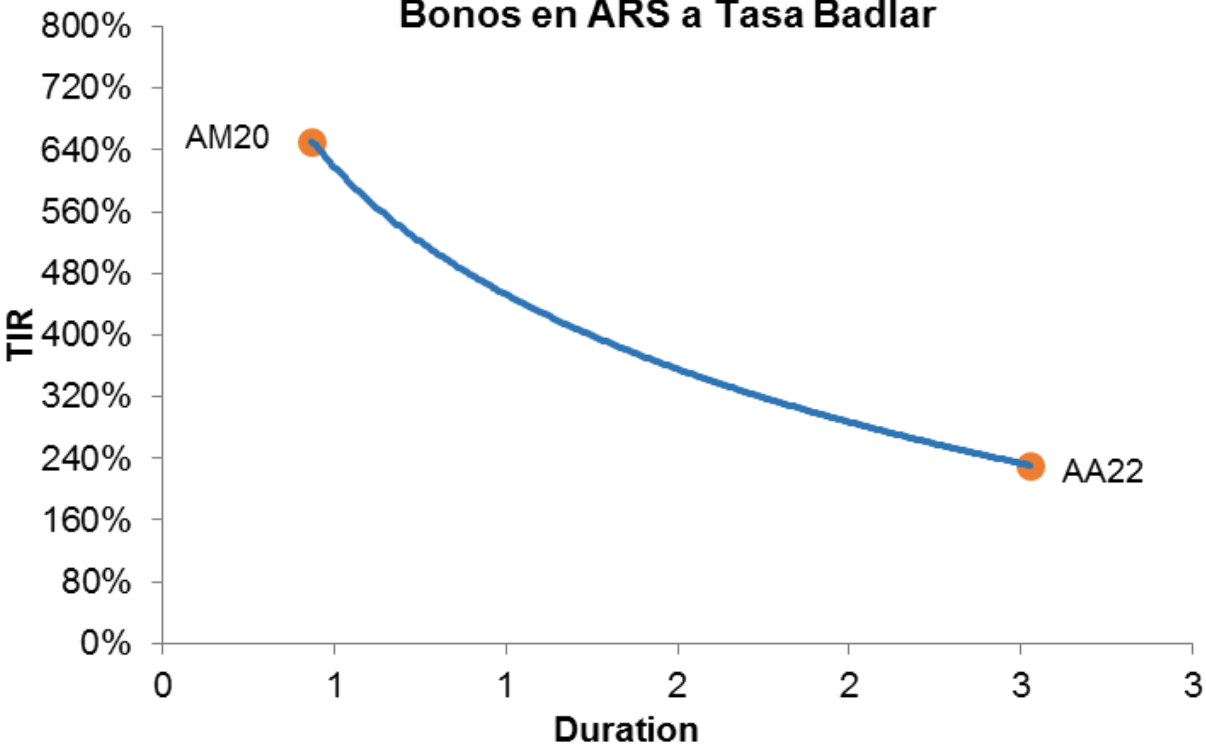
# Bonos en pesos con CER



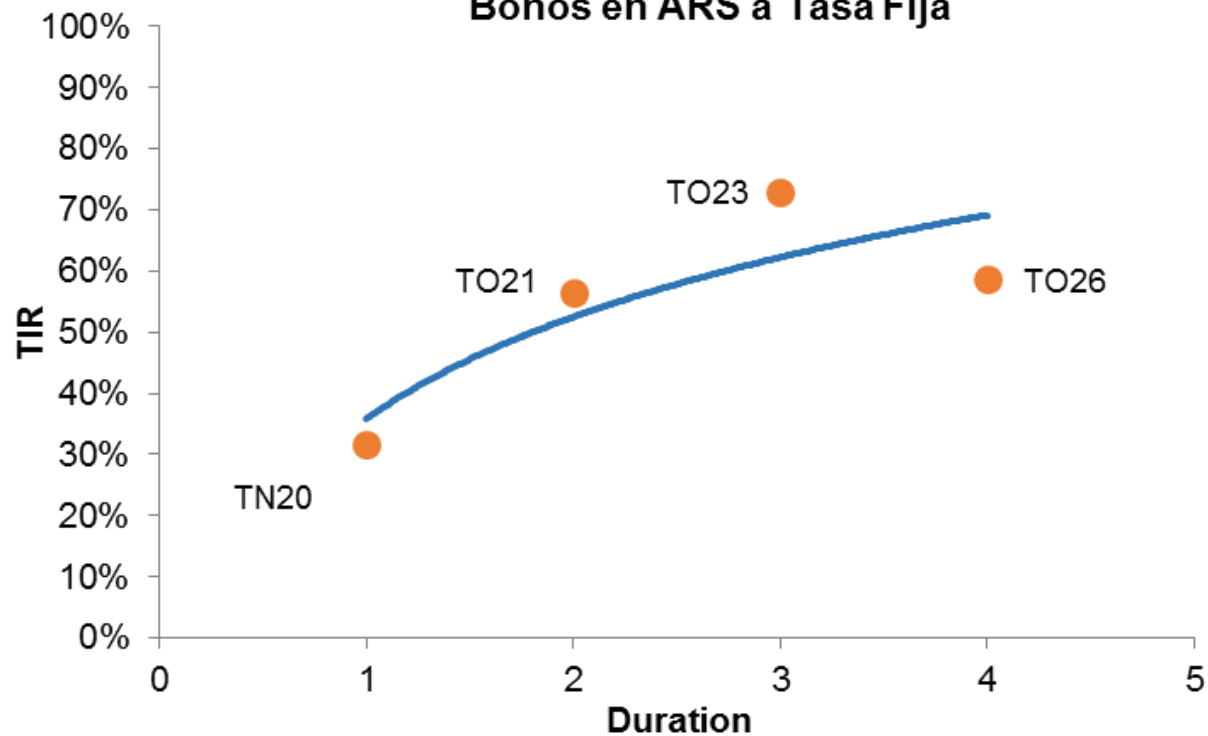
Fuente: RFT en base a Bloomberg

# Bonos en pesos a tasa Badlar y fija

## Bonos en ARS a Tasa Badlar

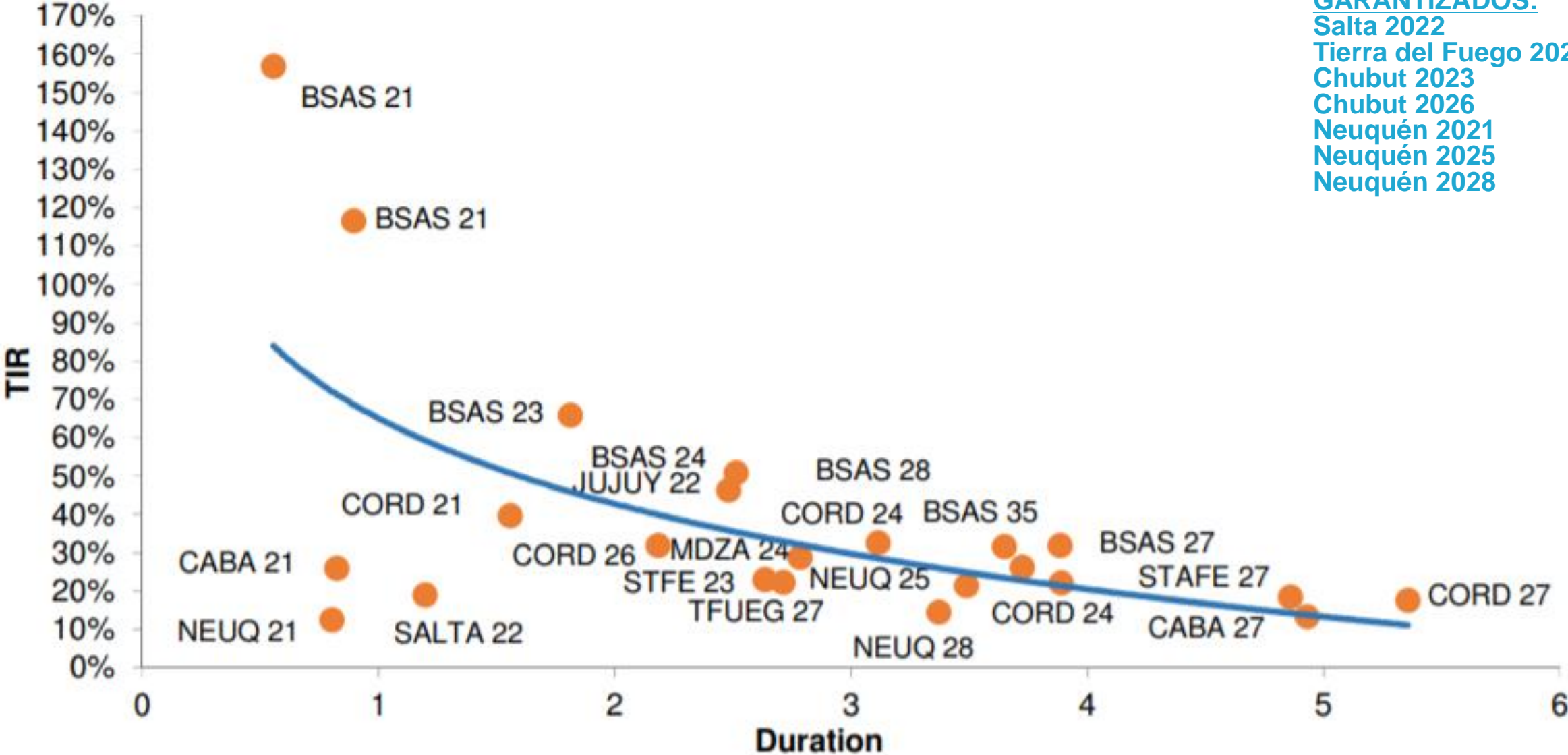


## Bonos en ARS a Tasa Fija



Fuente: RFT en base a Bloomberg

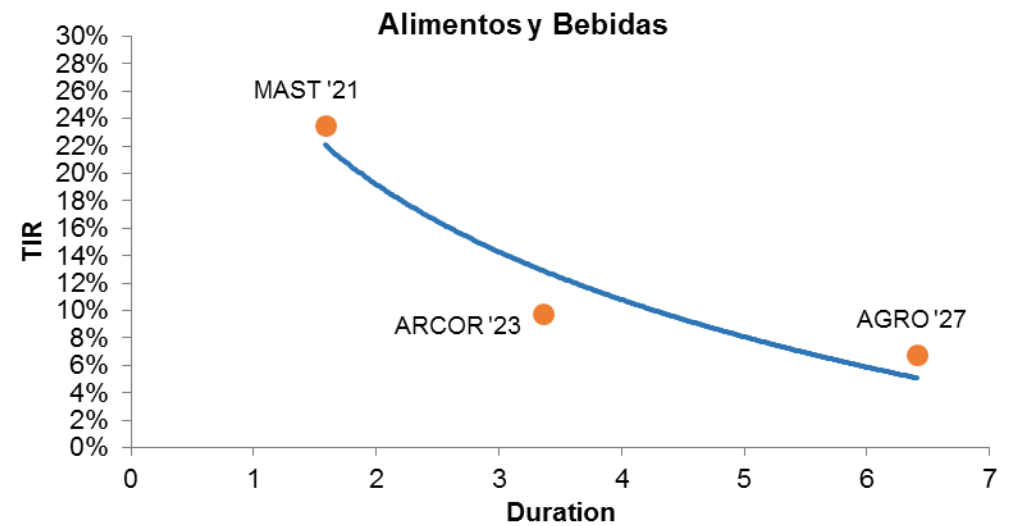
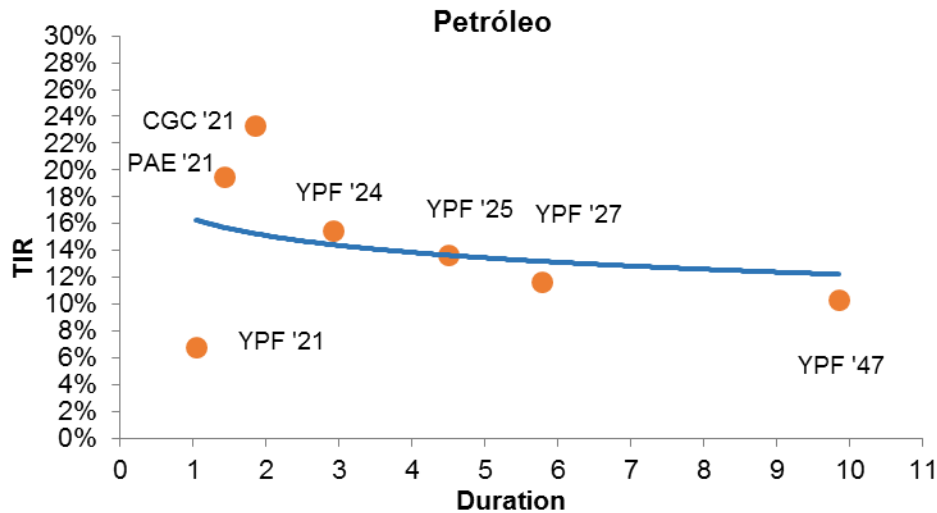
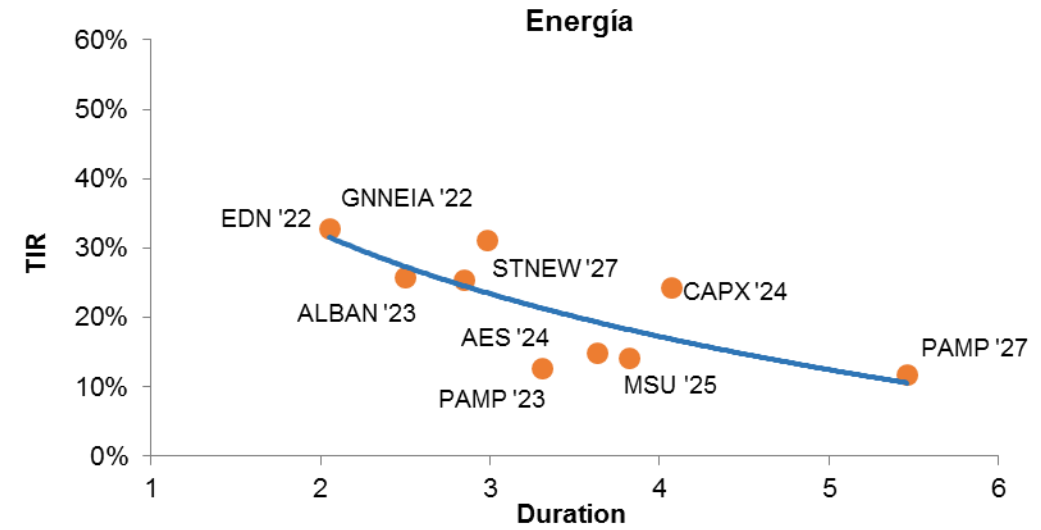
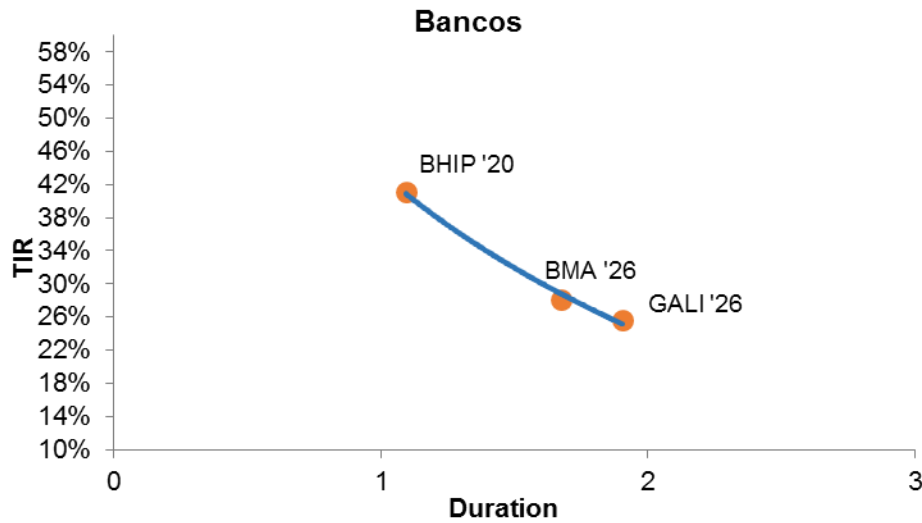
# Bonos Provinciales



**GARANTIZADOS:**  
 Salta 2022  
 Tierra del Fuego 2027  
 Chubut 2023  
 Chubut 2026  
 Neuquén 2021  
 Neuquén 2025  
 Neuquén 2028

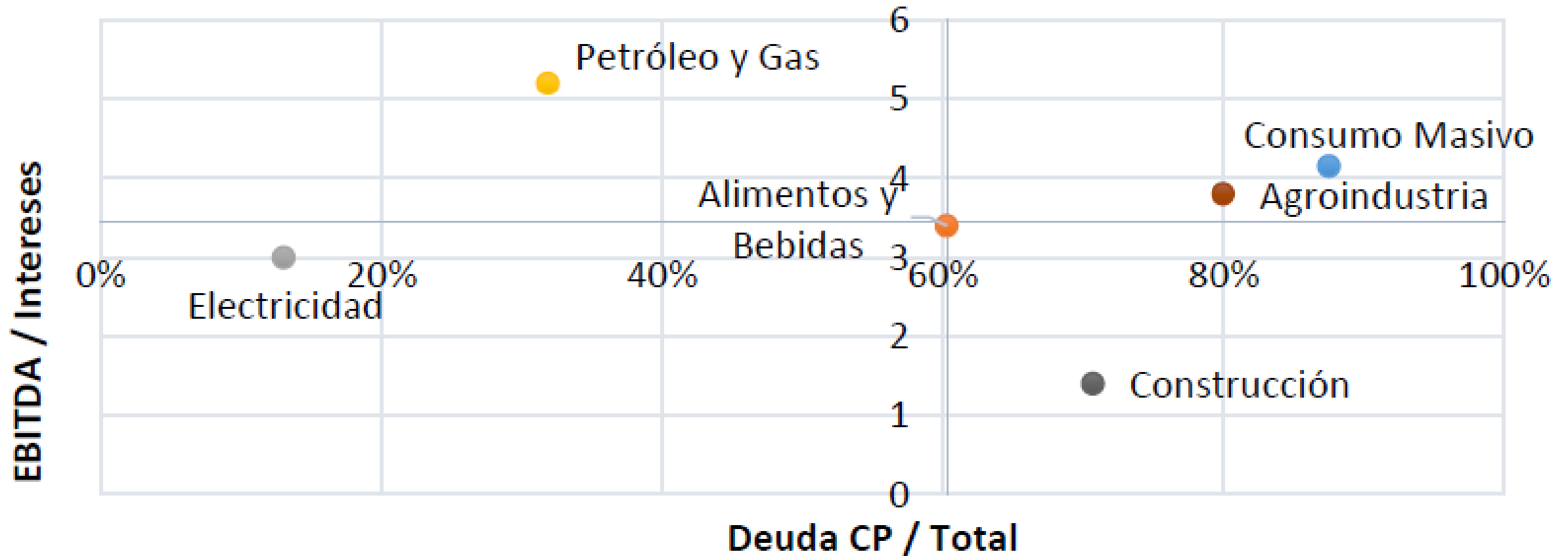
Fuente: Bloomberg

# Bonos corporativos en dólares



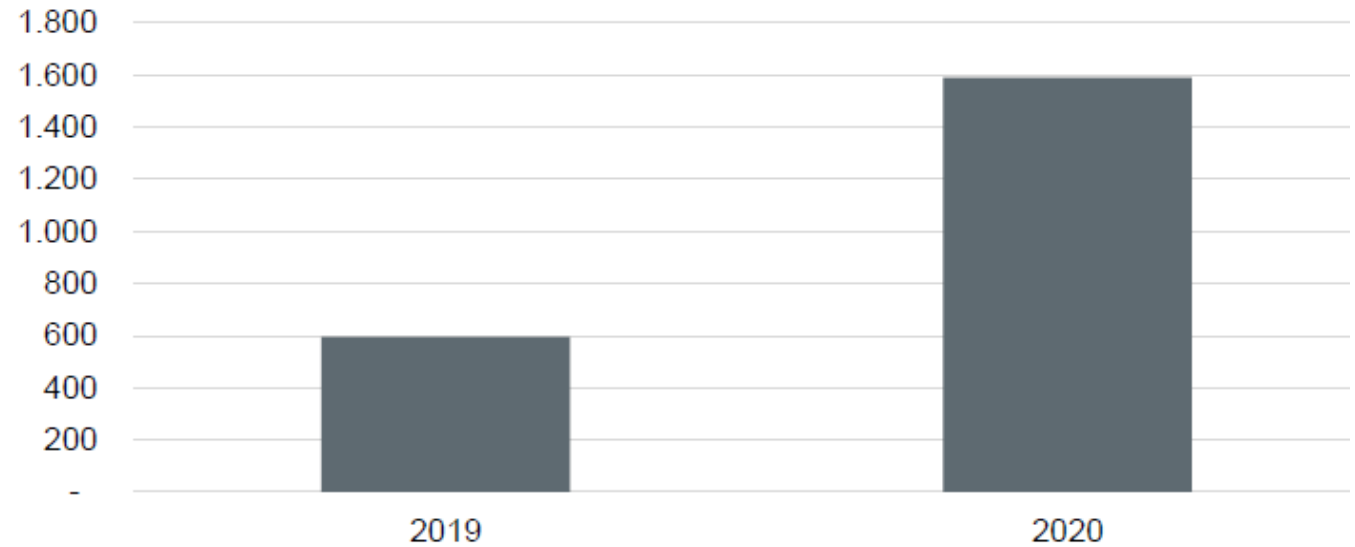
Fuente: Bloomberg

# Bonos corporativos: matriz de solvencia por sectores



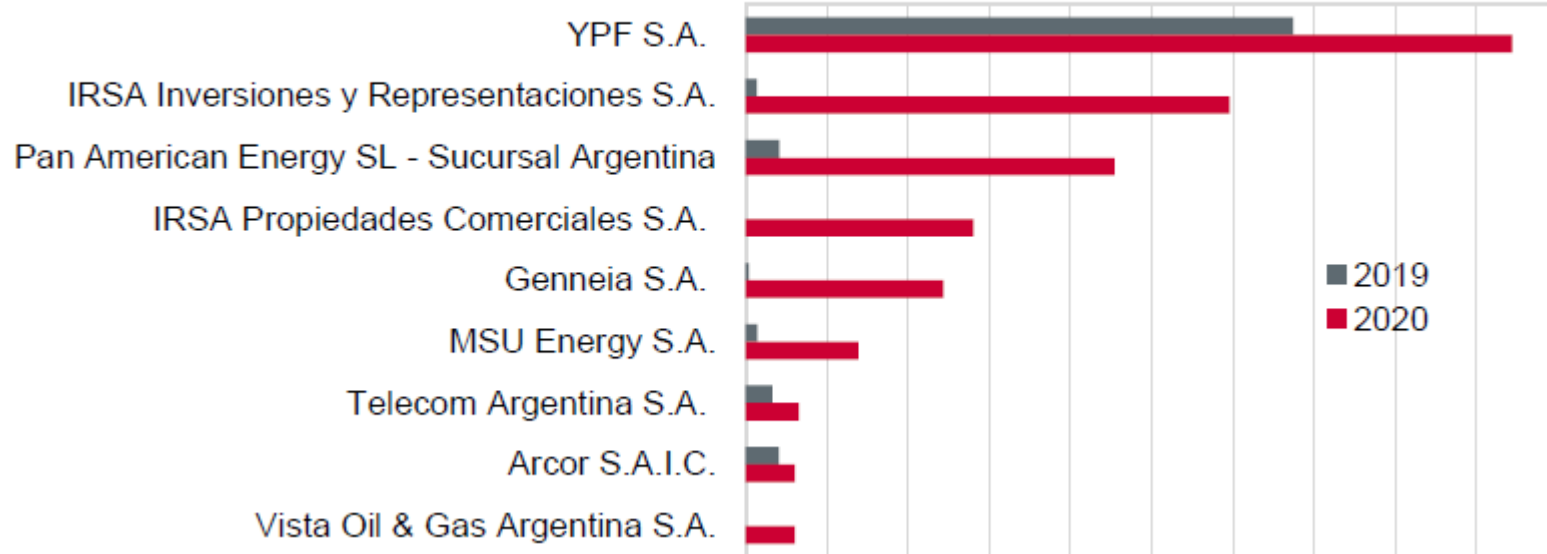
Fuente: Fitch

# Bonos corporativos: vencimientos 2019-2020



En millones de USD

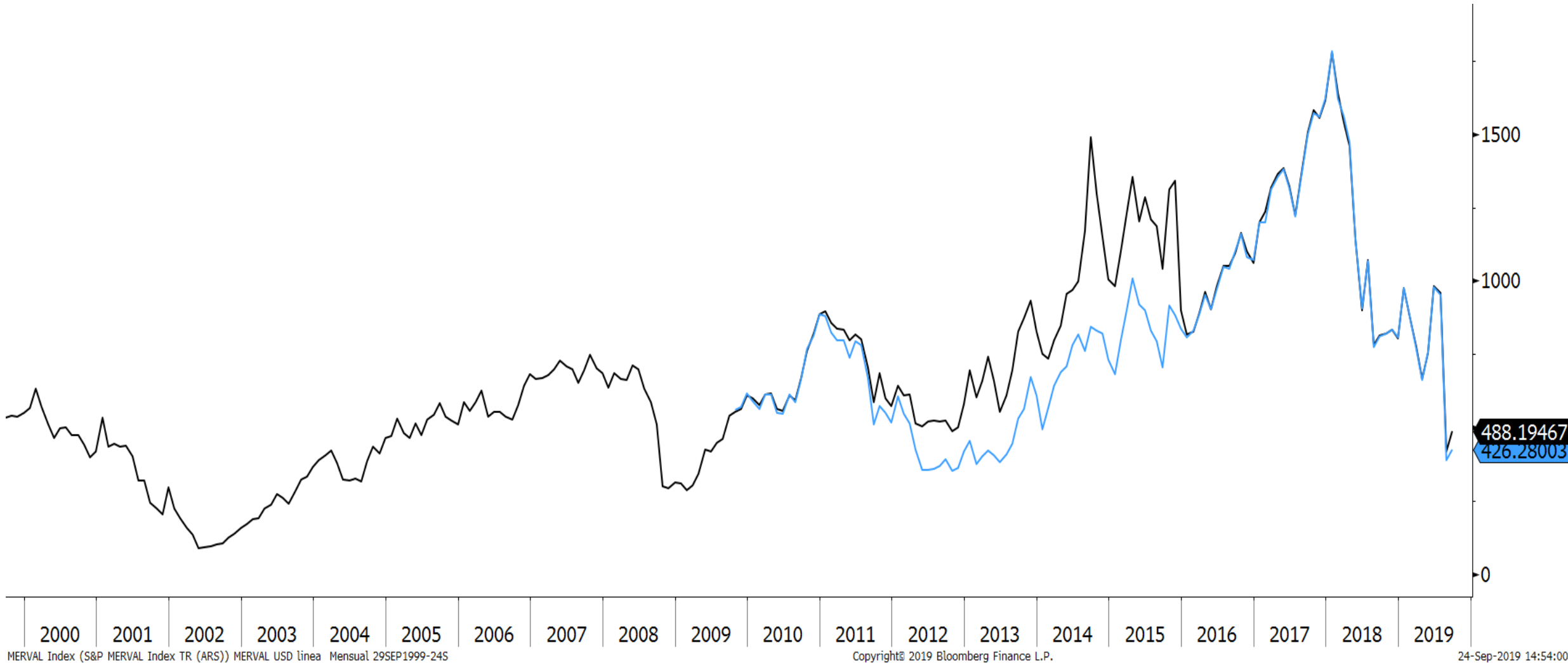
0 50 100 150 200 250 300 350 400 450 500



Fuente: Fitch



# S&P Merval en dólares una vuelta a los valores del 2013



MERVAL Index (S&P MERVAL Index TR (ARS)) MERVAL USD línea Mensual 29SEP1999-24S

Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

24-Sep-2019 14:54:00



# Argentina dejaría de ser Emergente

Se inició el proceso de consulta a inversores institucionales por parte de MSCI a ver si Argentina conserva su categoría (o no) de Emergente en el índice MSCI Emerging Market.

Lo más probable es que no, por los controles de capitales aplicados.

Antes del 13/12/19 se expide.

Company	Weight MSCI EM	Passive Outflows	3M DATV	Trading Days
Globant SA	0.05%	207.7	14.8	14.0
YPF SA	0.03%	96.6	19.4	5.0
Grupo Financiero Galicia SA	0.02%	70.8	28.2	2.5
Banco Macro SA	0.02%	68.3	16.0	4.3
Pampa Energia SA	0.02%	50.9	13.1	3.9
Telecom Argentina SA	0.02%	49.9	3.9	12.8
Transportadora de Gas del Sur SA	0.01%	36.9	7.2	5.1
Banco BBVA Argentina SA	0.01%	19.0	5.4	3.5

Source: Bloomberg, MSCI, J.P. Morgan

# Gracias!



[/rftraders](#)



[/researchfortraders](#)



[/rftraders](#)