



ESTUDIO
SINGERMAN & MAKÓN
ECONOMÍA Y TURISMO

Reporte de Tendencias Económicas

Al 13 de julio de 2020

Claves

- La presentación de la enmienda final de la oferta de canje de deuda, volvió a alborotar los mercados financieros durante la semana pasada.
- Desde la presentación oficial ante la SEC, **los bonos en dólares subieron en promedio 10%**, con máximos de hasta 17% en los títulos del canje anterior.
- **Las mejores condiciones para los bonos Discount y Par, implican un valor presente neto de alrededor de 59 centavos por dólar.** Un aliciente muy superior respecto de la oferta anterior, que buscan tentar a los bonistas.
- La intención del Gobierno es quebrar la unidad de los distintos comités. Hoy Ad Hoc (liderados por Blackrock), y Exchange (Monarch) son las posiciones más intransigentes. No obstante, no parece haber comunidad de intereses.
- En caso de no ser posible dividir a los dos grupos más reactivos, difícilmente nuestro país alcance los umbrales de las cláusulas de acción colectiva. **La posición de Blackrock sigue irreductible a pesar de la reciente mejora.**
- Si el último tramo de la negociación no llega a buen puerto, se abre un escenario intermedio. **En caso de superar los niveles mínimos para no declarar “desierta” la oferta, un canje parcial es una opción plausible.**
- En este caso, Argentina puede cerrar algunas series vía reasignación, y dejar abiertas otras, apostando por una estrategia de desgaste a largo plazo. **Un default de este tipo no es el peor escenario, pero dejar el problema irresuelto.**
- En el plano económico interno, las consecuencias de la pandemia siguen mostrando su peor cara. **Números de mayo para la industria (-26,4% i.a.) y la construcción (-48,6% i.a.) confirman la severidad de la recesión.**
- El contraste con números mensuales desestacionalizados al alza, muestra que abril fue piso, y la liberación de algunas actividades va recomponiendo gradualmente la actividad. Julio posiblemente resulte un paso atrás parcial.
- La dinámica financiera parece ser el contraste del desplome en la economía real. **La tranquilidad del dólar –en todas sus modalidades- ya consolida dos meses.** La piedra fundamental fue la regulación del BCRA en mayo.
- A tono con un menor nerviosismo cambiario, resurgieron las opciones en pesos. **El stock de plazos fijos a tasa fija aumentó 11% en junio, a partir de la suba en la tasa de interés Badlar, que dispuso la autoridad monetaria.**
- Se acercan semanas cruciales en el canje, con sus secuelas colaterales. **La encerrona de la cuál deberá salir el Gobierno es maximizar la aceptación, sin aceptar más concesiones.** Nada fácil, en un contexto de suma debilidad.

Navegando en la tormenta financiera

En los primeros 7 meses del año, el Riesgo País tuvo etapas muy fluctuantes. Comenzó el año estable, en torno a los 1.800-2.000, hasta principios de marzo. Con el recrudecimiento de la crisis global de la pandemia vigente del Coronavirus y los primeros impactos en el continente Sudamericano, sumado al inicio del proceso de renegociación de la deuda externa en virtual default del país, comenzaron a aflorar muchas tensiones e incertidumbres y rápidamente se disparó el índice, llegando el 23 de marzo al punto más alto: un Riesgo País de 4.362. Esto significó un aumento de 139% en los primeros tres meses del año.

Riesgo País en Argentina (en puntos básicos)



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

La primera presentación formal de la propuesta del gobierno para los acreedores externos de deuda en legislación extranjera fue el 16 de abril, cuando el índice del Riesgo País estaba en torno a 4.000. La oferta inicial del gobierno propuso una quita fuerte del 62% sobre los intereses y 5,4% sobre el capital, además de un periodo de gracia de 3 años (recién en 2023 se pagarían intereses). Esto equivale a un recorte de 37.900 millones de dólares en intereses y 3.600 millones en capital. La primera oferta fue rechazada por la

gran mayoría de los bonistas, pero se abrió un proceso de diálogo y negociación en donde se comenzaron a pulir las diferencias, lo que viene derivando en expectativas cada vez mayores de un inminente acuerdo.

A partir de la postura del gobierno de llegar a un acuerdo de "buena fe" que logre la sustentabilidad de la deuda, y pasados los primeros 15 días de la propuesta, el Riesgo País comenzó un sendero de reducción que se estabilizó a principio de junio en torno a los 2.500 puntos. El principal motivo es el acercamiento paulatino de las partes. El gobierno pasó de ofrecer una paridad de 40 centavos de dólar por cada dólar que entró en la reestructuración a una aproximación de entre 49 y 51 centavos, según los últimos trascendidos. Por el lado de los bonistas, vienen cediendo de sus posiciones iniciales de más de 60 centavos de dólar por dólar negociable, a, aproximadamente 55 centavos de dólar, los más reticentes y "duros". Una diferencia aproximada de entre 3.000 y 4.500 millones de dólares.

Precio de los bonos argentinos (en U\$S)

Espece (serie D)	Precio al 15 de abril	Precio al 8 de julio	Variación %
AA37	23,31	42,40	81,9%
DICA	36,00	64,85	80,1%
AA25	23,98	41,81	74,4%
PARA	23,00	39,90	73,5%
AO20	25,80	44,40	72,1%
AY24	22,85	38,75	69,6%
AC17	28,61	42,60	48,9%
PARY	29,54	42,95	45,4%
A2E2	32,60	45,49	39,5%
DICY	53,35	71,75	34,5%

Fuente: Bloomberg

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Por ende, desde la propuesta oficial de re-negociación de la deuda con los acreedores externos, el índice del Riesgo País disminuyó un 37,6%, luego de la volatilidad creciente registrada en marzo y abril. Aún se encuentra un 36% por encima de lo que estaba el 1 de enero del 2020, pero si se llega a un acuerdo (se espera una probabilidad alta de este escenario) se espera que vuelva a

niveles razonables a corto plazo.

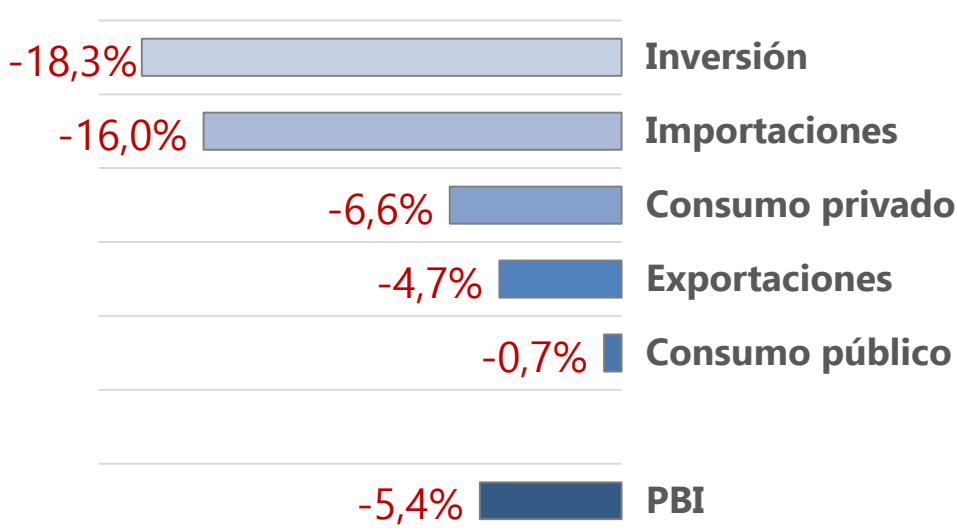
El correlato de la evolución favorable en las negociaciones actuales y el descenso del Riesgo País es la dinámica que vienen presentando los bonos en dólares. Luego de una gran caída entre marzo y abril, con las expectativas positivas sobre acercamiento de posiciones vienen recuperando terreno, a tal punto de que los principales bonos (AO20D, AY24D, DICAD, entre otros) ya recuperaron desde julio más del 50% de su valor. Si observamos solo este último mes, el AO20D creció un 16%, el AY24D un 14%, DICAD un 12%, AA37D un 10,3%, PARAD un 4,7% y AC17D un 4,5%, según los datos de Bloomberg.

Primeros números de la coronacrisis

La economía real continua la caída libre que se inició con fuerza en 2018. El primer trimestre del año, ya con marzo como primer mes que contiene efectos de la pandemia y crisis global económica, sanitaria y social, muestra datos preocupantes. El PBI se contrajo 5,4% interanual, en relación al primer trimestre del 2019, mientras que, si comparamos con el trimestre anterior, la caída es de 6,4%. Entre los agregados macroeconómicos que más se contrajeron, la inversión agregada cayó 18,3% interanual, mientras que, con respecto al cuarto trimestre del 2019, se retrajo un 15,6%. Por su parte, las importaciones se redujeron 16% interanual, mientras que, en relación a los últimos tres meses del año pasado, se contrajeron un 6,9%.

El único indicador positivo fue el consumo privado, es decir el de las familias y empresas, que, si bien se retrajo 6,6% interanual, creció 4,5% en el primer trimestre del año. Finalmente, el consumo público se retrajo 0,7% interanual y 8,5% en los primeros tres meses, mientras que las exportaciones cayeron un 4,7% interanual y 19,6% trimestral.

Agregados macroeconómicos (en % de variación interanual)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

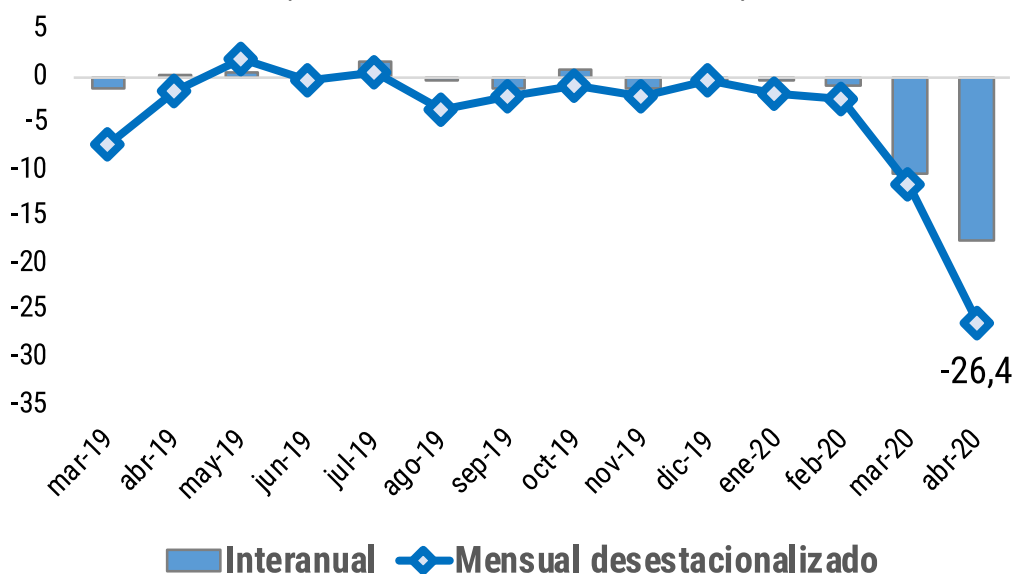
El efecto arrastre de más de dos años en una crisis económica es muy persistente, por lo que eran de esperar datos negativos. El mayor problema es la aparición del Covid-19, puesto que estos números son del escenario previo.

Los datos del segundo semestre del 2020 sin duda van a resultar mucho peores, ya que estará el efecto directo de tres meses de confinamiento y freno de gran parte de la actividad, siendo abril el mes de mayor paralización en todo el país.

Si bien actualmente solo el AMBA se encuentra en una situación muy compleja, donde continua fuertemente el confinamiento producto del crecimiento exponencial del virus, acapara el 50% de la actividad industrial y comercial total del país, por lo que el efecto de la crisis económica se seguirá sintiendo hasta tanto haya perspectivas de control de la pandemia y “nueva normalización” de la vida de la población.

Los primeros datos de la actividad económica, tanto de marzo como de abril, muestra una tendencia clara a una profundización de la crisis económica. El Estimador Mensual de Actividad Económica del INDEC publicó los datos de abril, que marca una caída interanual de 26,4%, mientras que, en comparación con marzo, la actividad se retrajo un 17,5%. Los datos de marzo ya habían mostrado, parcialmente, el impacto de la pandemia sin precedentes que estamos atravesando, ya que la variación de la actividad económica se había contraído 11,5% interanual y 10,3% con respecto a febrero de este año.

Estimador Mensual de Actividad Económica (en % de variación interanual)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Los sectores que más afectados a partir de la irrupción de la pandemia global son el sector de la Construcción, que cayó 46,1% en marzo y 86,4% en abril de manera interanual, Hoteles y Restaurantes, que pasaron de crecer en enero y febrero a caer de manera histórica a partir de marzo, retrayéndose 34,6% y en abril 85,6% de manera interanual. Por su parte la Industria manufacturera se contrajo 15,4% en marzo y 34,4% en abril en relación al mismo período del 2019.

Son números que se vienen replicando en todos los países del mundo, por lo cual, con los grados de destrucción económica e incertidumbre que hay actualmente, hace pensar que estamos ante la mayor crisis desde la Gran Depresión del 1929, con posibilidades de superarla. Las perspectivas actualizadas del FMI dan cuenta del cambio considerable con respecto a sus proyecciones previas en abril, donde los países latinoamericanos pasaron de tener perspectivas de contracciones de sus PBI en 2020, en promedio, del 6% a proyecciones de más del 9% dos meses después. Más allá de los esfuerzos de mitigación del impacto económico que realicen los Estados, como es el caso de Argentina con los programas de ATP, IFE, créditos a tasas blandas y prolongación y eximición de pagos de impuestos, sin un horizonte de salida parece difícil pensar en el freno de la crisis fenomenal que surgió en el mundo, que encontró a nuestro país en un escenario que ya era muy complejo previo a la pandemia.

Directores

Lic. Pablo Singerman
Lic. Camilo Makón

Equipo Técnico

Lic. Matías Recalde
Lic. Sergio Chouza
Lic. Augusto Bosani
Lic. Gastón De La Cruz
Luca Singerman

@singerman_makon



Estudio Singerman y Makón



singerman_makon



Estudio Singerman y Makón