

11 de Marzo de 2022

Acuerdo con FMI y la nula reacción de los Bonos en dólares

El viernes de la semana pasada se dio a conocer el proyecto de ley del acuerdo con el FMI que entró al Congreso (ver el documento [acá](#)). Finalmente, se aprobó por amplia mayoría en Diputados el acuerdo, pero no el programa económico propuesto por el ministro de Economía. En el siguiente *Resumen* intentaremos explicar algunas inconsistencias del acuerdo. A pesar de ser un acuerdo algo más “light” para parámetros del FMI, difícilmente Argentina pueda cumplir consistentemente con las revisiones trimestrales, con lo cual en el caso de existir algún incumpliendo el FMI debería otorgar los famosos *wavier*. Vale destacar que el Organismo suele otorgar *wavier* en los marcos de estos programas. Desde la perspectiva del crecimiento potencial y la estabilidad de nuestra economía en el largo plazo, el acuerdo no ataca los problemas de fondo, dejando gusto a poco. El acuerdo luce simplemente como un puente hacia una futura negociación en 2024.

Dicho esto, de aprobarse en el Senado, sería un gran paso para no seguir castigando la poca reputación internacional e institucionalidad con la que cuenta la Argentina. Romper relaciones con el FMI no difiere demasiado de contraer un default contra Estados Unidos, la Unión Europea, Japón y China en simultáneo. El acuerdo reduce los grados de libertad para el oficialismo en materia de política de gasto al intentar iniciar un camino hacia la sostenibilidad fiscal de las cuentas públicas. De aprobarse finalmente el acuerdo, queda claro que la intención del oficialismo, mejor dicho, de la Argentina, está muy lejos de ser patear el tablero internacional. Resulta aconsejable intentar separar el sesgo local a la hora de tomar posiciones en cartera. Los precios al final del día los determinan los flujos internacionales. Es una buena señal que en la misma semana el Gobierno intente cerrar un acuerdo con el FMI y se pronuncie oficialmente en contra de la invasión rusa en Ucrania.

Dados estos puntos de vista y considerando las paridades actuales de los bonos en dólares, creemos que el escenario de probabilidades o la relación riesgo/retorno es muy favorable para los bonos soberanos. Dicho en otras palabras, pensamos que hoy hay mucho más para ganar que para perder, relación justamente inversa a la que atravesamos en las PASO del 2019. En el siguiente *Resumen* también intentaremos desarrollar este punto.

El Acuerdo

La Argentina solicitó formalmente un acuerdo ampliado en el marco de un Extended Fund Facility (EFF) por un monto de DEGs 31.914 millones, monto equivalente a casi usd 45.000 millones. Los pagos remanentes de la Argentina por el acuerdo firmado con el Gobierno anterior, Stand-By Arrangement (SBA), alcanzaban los usd 40.000 millones, con cual hay un incremento de fondos. El acuerdo implicaría recibir usd 9.870 millones al momento de aprobación, muy por encima de los pagos de marzo y abril que totalizan los usd 3.500 millones. Luego, a partir de junio de este año, los desembolsos del nuevo EFF con el FMI serán muy similares a las amortizaciones pendientes del anterior SBA, básicamente los flujos quedan calzados, como suelen ser los roleos establecidos en los programas del Organismo. El préstamo tiene un periodo de gracia de 4 años y medio, con lo cual recién a partir del 2026 comienzan las

amortizaciones de capital. Las revisiones del programa son trimestrales y los desembolsos están sujetos a dichas revisiones. Vale remarcar que, en el documento enviado al Congreso, el oficialismo detalló compromisos en firme de financiamiento neto para este año por usd 2.600 millones por parte de otros Organismos Internacionales (Banco Mundial, el BID, la CAF, etc.) y China. Con lo cual, este año estarían ingresando fondos frescos netos en dólares por cerca de usd 9.000 millones, monto más que importante considerando la situación actual donde el Banco Central no tiene reservas netas.

millones de USD	may-21	sep-21	dic-21	mar-22
Reservas Brutas	40.880	45.700	41.500	37.329
Encajes	10.270	11.550	11.400	11.943
Swap China	20.249	20.150	20.400	20.400
BIS	3.160	3.157	3.157	3.157
Sedesa	1.900	1.900	1.900	1.900
Reservas Netas	5.301	8.943	4.643	- 71
DEG	700	4.715	2.450	-
Oro	3.600	3.620	3.520	3.937
Resto	2.901	608	- 1.327	- 4.008
millones de pesos	may-21	sep-21	dic-21	mar-22
Base Monetaria	2.538.706	2.920.000	3.136.142	3.647.576
Leliq+Lebacs+Pa	3.555.000	4.110.000	4.650.000	4.795.005
Pasivos	6.093.706	7.030.000	7.786.142	8.442.581

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

La métrica de cumplimiento más relevante es la fiscal. El programa establece una meta de déficit primario del 2.5% para este año, 1.9% para 2023 y 0.9% para 2024. El déficit primario del año pasado fue del 3%, pero considerando que este año no habrá impuesto a la riqueza (recaudó cerca de 0.5% del PBI), la baja exigida ronda 1 punto del producto. El documento enviado al Congreso detalla que la caída del déficit se alcanzaría por un recorte de subsidios por 0.6% del PBI, 0.1% por el cambio de las tasaciones fiscales de las propiedades, reduciendo el incumplimiento tributario y por el efecto del crecimiento de la economía en la recaudación. La segmentación tarifaria informada en el mismo documento detalla que prácticamente no tendrá efectos fiscales: *“El ahorro fiscal previsto con el plan de segmentación podría alcanzar el 0,06 por ciento del PBI en 2022”*. Con lo cual, parece muy difícil lograr una caída del 0.6% de los subsidios sin subir las tarifas (en promedio, en términos reales) con el costo de la generación/importación de energía subiendo fuertemente por el conflicto bélico actual.

El gasto previsional es el otro punto relevante. La propuesta enviada al Congreso menciona *“el acuerdo nos permite garantizar la continuidad de los programas sociales focalizados y el mantenimiento de los derechos de movilidad previsional de nuestros jubilados y nuestras jubiladas”* y *“el gasto en jubilaciones y pensiones estará guiado por el nuevo mecanismo de actualización adoptado a finales de 2020”*. Recordemos que, bajo la reciente fórmula aprobada por el oficialismo, deberíamos ver una fuerte aceleración inflacionaria con respecto al 2021 para que el peso del gasto previsional en relación al producto baje en 2022. Por otro lado, el mismo documento deja la puerta abierta a ciertas reformas del gasto previsional *“...realizaremos y publicaremos un estudio que describa las opciones y recomendaciones para afianzar la equidad y la sostenibilidad a largo plazo de nuestro sistema previsional, focalizado en determinados regímenes especiales de jubilaciones...”*. A nuestro juicio, todavía podremos tener alguna sorpresa en materia previsional que le permita al Gobierno cumplir con las métricas del acuerdo.

El proyecto también señala “*Tomaremos acciones para i) limitar las transferencias discrecionales a provincias y empresas estatales; y ii) gestionar el gasto en remuneraciones del sector público, para garantizar que crezca en consonancia con la economía.*”. Con lo cual, dado el peso de las transferencias discrecionales, el Gobierno Nacional podría trasladar una pequeña parte de la corrección fiscal a las provincias. Recordar también que de 2019 a 2021 las prestaciones sociales por fuera de la AUH y el gasto previsional crecieron en más de 1 punto de producto. En conclusión, dudamos que el punto de ajuste fiscal venga por el lado de los subsidios económicos, pero esto no implica que el Gobierno no pueda alcanzarlo vía otros mecanismos.

De la mano de las metas fiscales tenemos la política monetaria. El acuerdo establece un sendero decreciente bastante drástico en lo que respecta a la monetización del déficit fiscal. El programa establece una meta de monetización del 1% para este año, 0.6% para 2023 y 0% para 2024, extremadamente exigente. De cumplirse esta meta, no sería una variable menor para el ordenamiento macroeconómico. Seguramente, con estos potenciales niveles de monetización tendríamos una brecha considerablemente más baja, menores presiones inflacionarias y un Banco Central con un balance patrimonial mucho más armonioso para garantizar la estabilidad financiera. Sin embargo, para cumplir con esta meta tienen que producirse dos cosas en simultáneo. En primer lugar, cumplir con la exigente meta fiscal. En segundo lugar, cubrir la diferencia entre la meta fiscal y el techo de monetización con deuda. Con mercados externos cerrados, ahí pasaríamos a depender de organismos internacionales y del mercado local. Los organismos internacionales, sin FMI, traerían dólares frescos por algo más de 0.5% del PBI en 2022. Implícitamente esto supone que el mercado local proveería financiamiento neto por un punto del PBI. Creemos que esto, dados los fuertes vencimientos en pesos, es improbable. Tampoco es aconsejable obligar a las entidades financieras a que incrementen su exposición al sector público como en 2021 para lograr este objetivo. A diferencia de los clásicos planes del FMI, este acuerdo no incluye metas monetarias específicas más allá del mencionado límite a las transferencias del BCRA al Tesoro.

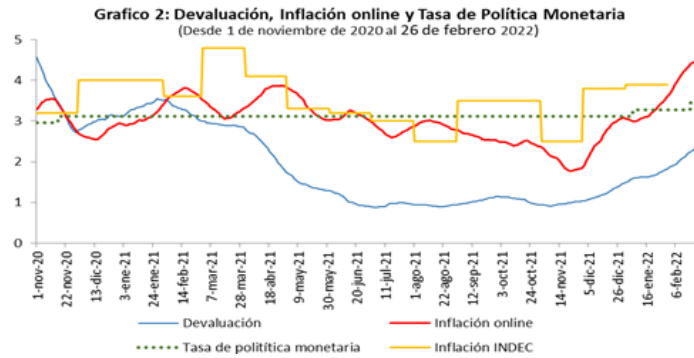
Dicho esto, probablemente la meta fiscal o la meta monetaria no puedan ser cumplidas en el último trimestre del año, donde el déficit estacional de caja del Tesoro es muy grande. De ocurrir esto, deberíamos ver un *waiver* por parte del FMI en su primera revisión del 2023. Más allá que podamos ver alguna desviación de estas dos metas, no deja de ser una muy buena noticia que la Argentina comience a reducir sistemáticamente el déficit de caja y la monetización del mismo.

El acuerdo también establece una meta de reservas. Además, en el documento el Gobierno presenta su firme idea de no devaluar ni desdoblarse el dólar oficial y continuar con la política de *crawling peg*. La meta de acumulación de reservas netas para el 2022 es de usd 5.800 millones de dólares, meta que incluye los usd 4.500 millones que girará el FMI. Sin embargo, en lo que va del año ya se perdieron cerca de usd 2.700 millones, con lo cual el Banco Central debería comprar cerca de usd 4.000 millones en el mercado de cambios en lo que resta del año. Si bien la cosecha de maíz y trigo será menor en cantidades a la campaña anterior, dados los niveles altísimos de precios, posiblemente tengamos otra cosecha record (precios por cantidades). En principio, esto debería ser más que suficiente para alcanzar la meta propuesta de reservas netas, pero hay que tener en cuenta dos cuestiones.

En primer lugar, la brecha. El 2021 con cosecha record el BCRA sólo pudo comprar algo así como la mitad de la meta actual en los meses que restan del año. La brecha castiga de lleno la acumulación de reservas. En segundo lugar, tenemos una inmensa incertidumbre con los precios de la energía producto de la crisis global. Argentina importa y exporta hidrocarburos, pero es importador neto. Una parte importante de nuestras importaciones son de GNL, cuyo precio se disparó producto de la crisis global y las cantidades escasean en el mercado. No tiene mucho sentido proyectar hoy los pagos de importaciones dado que seguramente para el invierno argentino el precio tendrá una marcada volatilidad. Sin embargo, considerando que el precio se multiplicó por 8 o 9 veces, las importaciones de energía consumirán una cantidad circunstancialmente mayor de divisas en relación al 2021, complicando la meta de reservas. Estas mismas importaciones complicarán también la meta fiscal dado que conllevan un incremento de los subsidios económicos. Dado el potencial de Vaca Muerta y la coyuntura del mercado internacional de energía, nuestra política energética y tarifaria de largo plazo es complementemente ridícula.

Por último, tenemos la política cambiaria. El programa no implicaría ni una devaluación ni un desdoblamiento de facto del tipo de cambio oficial, ya que menciona específicamente que se continuará con la política de *crawling peg*. El BCRA incrementó levemente el ritmo de devolución y subió la tasa de interés, en línea con el programa. También la CNV sacó algunas restricciones al mercado de bonos (MEP y CCL), en sintonía con lo requerido por el FMI. Sin embargo, el tipo de cambio todavía se mueve muy por debajo de la inflación.

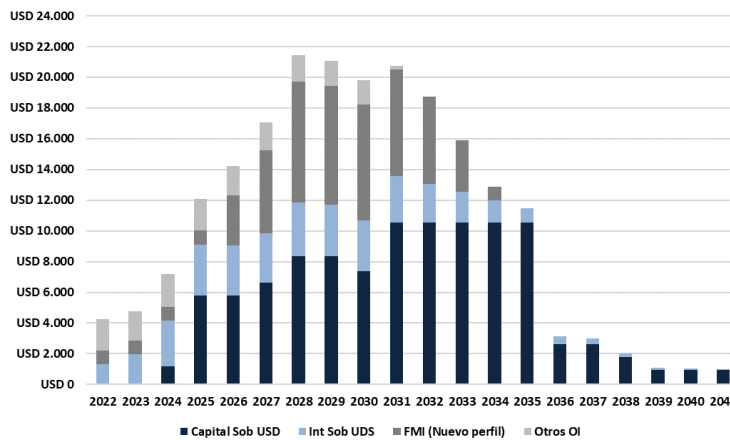
Para que el BCRA tenga alguna chance de acumular reservas la tasa de interés debe ser mayor a la tasa de devaluación, única forma de favorecer la liquidación de exportaciones y no fomentar el pago anticipado de importaciones. Al mismo tiempo, corregir parcialmente el atraso cambiario generado durante gran parte del 2021 requeriría una tasa de devaluación mensual muy alta dada la tasa de inflación actual. Esto se traduciría en una tasa de interés en pesos excesiva, tanto para la actividad como para la “aritmética monetaria” o la tasa que paga el BCRA por sus pasivos (pases y leliqs). Para que eso no pase, cualquier proceso duradero de acumulación de reservas debiera venir con un salto discreto (¿+/-15%?) en el tipo de cambio oficial en el inicio, siempre dentro de un programa integral y no de forma aislada. El Gobierno no quiere convalidar esta decisión. En el gráfico a continuación, que tomamos prestado de un reporte de Domingo Cavallo (ver [acá](#)), se ve como la tasa de inflación de alta frecuencia sube cuando se incrementa el ritmo de devaluación, haciendo casi imposible que el tipo de cambio real suba bajo el esquema de *crawling peg*. En resumen, el esquema cambiario actual dista de ser sostenible. Mayor cumplimiento por parte del Gobierno del sendero fiscal y de la reducción en la monetización del déficit propuesta, mayores sus chances de éxito en evitar una devaluación del tipo de cambio oficial.



Deuda y Bonos en dólares

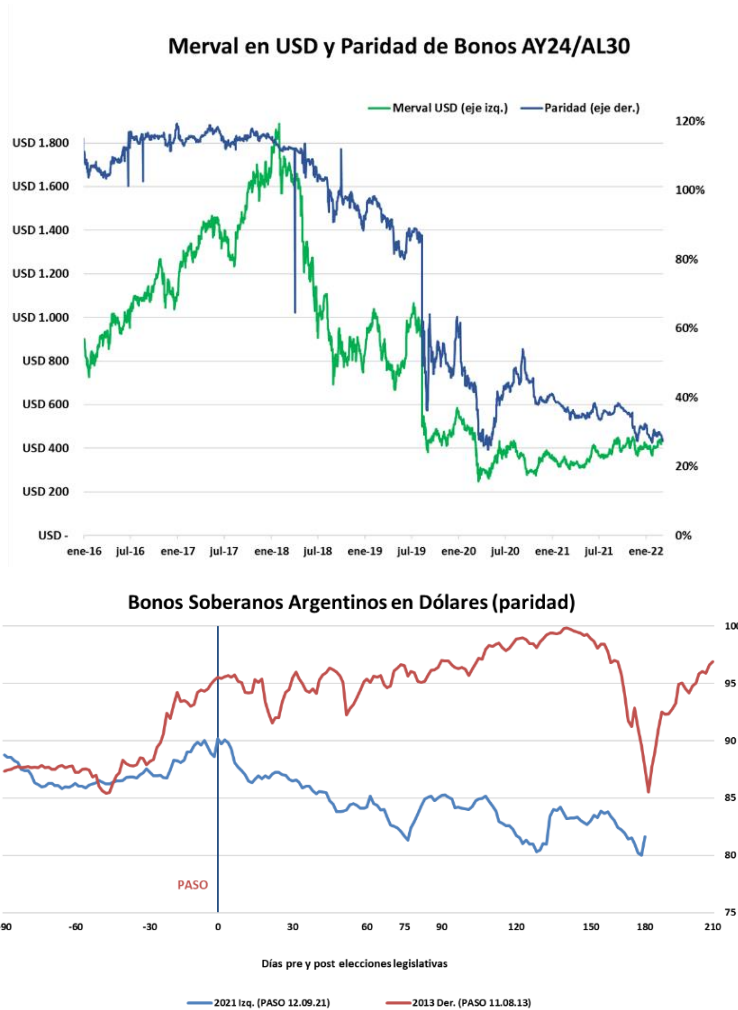
Bajo el nuevo esquema de repago al FMI, la Argentina tiene un perfil de vencimientos holgado hasta el 2024 inclusive, como se ve a continuación. A partir del 2025 los compromisos comienzan a crecer y, como cualquier economía del mundo, la Argentina tendría que conseguir nuevamente acceso a los mercados voluntarios para poder rolear sus deudas. El próximo Gobierno tendrá un plazo aproximado de 12 meses desde el momento que asume para buscar abrir el crédito internacional nuevamente. La probabilidad de un incumplimiento y nueva reestructuración en los próximos 5 años ya está totalmente incorporada en el precio de los bonos.

Pagos de Capital mas Int. por Bonos Soberanos en USD y Organismos Internacionales (Nuevo Perfil FMI)



El castigo de los activos domésticos es feroz, tanto de la renta variable como de la renta fija soberana. Como se puede observar en los gráficos a continuación, los bonos cotizan con las paridades más bajas desde la reestructuración. Ni el resultado de las PASO en 2021 ni el acuerdo con el FMI pudieron provocar una mínima recuperación de precios. El mercado parece descontar que los desbalances de la economía son muy complejos, gobierne quien gobierne. Sin embargo, un potencial cambio de Gobierno pensamos que traería una buena bocanada de aire fresco en materia de paridades, con ganancias de capital nada despreciables. El caso de Ecuador es llamativo, reestructuró su deuda casi en sintonía con la argentina y acordó con el FMI un programa macroeconómico para extender los vencimientos. Durante el primer trimestre del 2021, el bono al 2030 cotizaba por debajo de 60% de paridad con un rendimiento mayor al

15%. En el mes abril de 2021 hubo un salto brusco y desde entonces el bono cotiza con una paridad en torno al 85% y un rendimiento aproximado del 9%. ¿Qué cambió? Sólo una elección presidencial que giró las expectativas fue suficiente. En la Argentina, a diferencia de las PASO de 2013, las elecciones 2021 no pudieron cambiar las expectativas, seguramente para ver un profundo cambio en la confianza inversora debemos esperar al 2023 (segundo gráfico a continuación).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Para que el posicionamiento en bonos soberanos sea un buen negocio no es necesario que la Argentina logre una reducción del riesgo país al nivel de Ecuador. Como mencionamos, Ecuador 2030 rinde cerca del 9%, la Argentina a mismo plazo rinde casi el 30%. Nuestros bonos no negocian rendimiento o TIR, nuestros títulos negocian por valor de recupero de capital ante un eventual incumplimiento crediticio. En el cuadro a continuación, detallamos que pasaría con las cotizaciones de los bonos ante cambios en el riesgo percibido por el mercado. A modo de ejemplo, si el rendimiento requerido por el mercado para el título GD30 en lugar del 28% sería del 16%, el título subiría más de un 50% desde los precios actuales. La tabla no pretende proyectar precios, sólo intenta mostrar el inmenso castigo actual de los bonos soberanos. Una reducción del riesgo país, aun dejando el riesgo en niveles altísimos, provocaría una importante suba de paridades. En un escenario muy optimista donde la baja del riesgo país es muy fuerte,

los bonos convenientes para tener en cartera son básicamente los más cortos, dado que a medida que se reduce la probabilidad de default la curva debería comenzar a normalizarse, hoy invertida.

Simulación de precios tras cambios de TIR

	Ley Argentina (USD)*					Ley NY (USD)*					
	AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
Precio actual	29,70	28,13	27,20	32,10	31,95	30,75	30,79	28,00	35,00	31,00	30,00
TIR actual	31,20%	30,44%	21,63%	22,60%	18,94%	30,15%	27,87%	21,16%	20,90%	19,45%	20,74%

*Precios USD MEP dirty (con interés corrido) en BYMA 48hs.

Simulación de rendimientos obtenidos tras cambios de TIR

TIR	AL29	AL30	AL35	AE38	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46
	18%	60%	59%	25%	27%	6%	54%	45%	22%	16%	9%
16%	74%	73%	44%	42%	20%	68%	58%	39%	31%	23%	31%
14%	88%	89%	66%	61%	37%	81%	73%	61%	48%	41%	49%
12%	105%	106%	91%	84%	58%	98%	88%	86%	69%	63%	71%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Si la baja del riesgo país se hace esperar, los bonos tienen otro atractivo que es la renta corriente, también llamada current yield o digamos la renta del almacenero. Básicamente, es comparar los cupones que se cobrarán año a año en relación al precio que se pagó por el bono. Como los bonos argentinos tienen una estructura step-up (interés creciente), la renta corriente es creciente en el tiempo. Como mencionamos, los desembolsos en dólares por pago de rentas hasta el 2025 lucen realizables para nuestro país. Al observar la renta corriente, a partir del 2023, ni hablar 2024 y 2025, los bonos brindan atractivos flujos, sobre todo los GD38, GD41, GD46, AE38 y AL41.

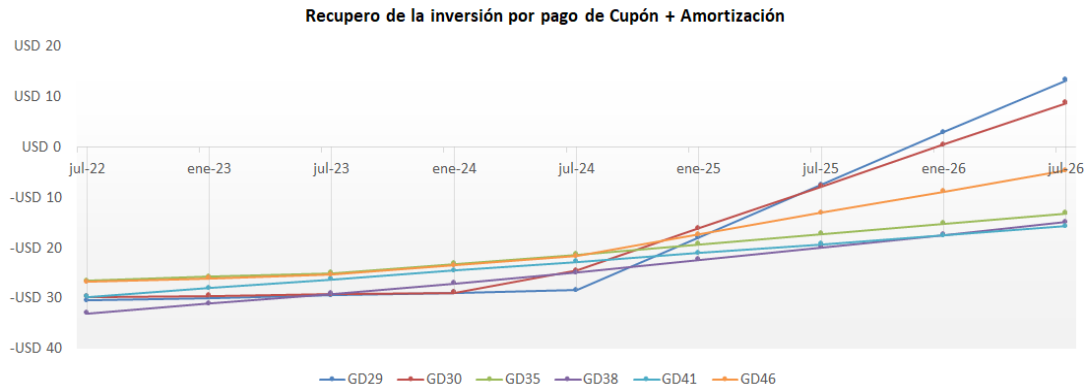
Bono	Cupón 2022	Fecha Prox Cpn	Current Yields								
			2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
GD29	1,000	9/7/2022	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	3,23	0,00
GD30	0,500	9/7/2022	1,67	1,67	2,50	2,50	2,50	2,50	5,83	5,83	5,83
GD35	1,125	9/7/2022	4,16	5,54	13,39	15,24	15,24	15,24	17,55	18,47	18,47
GD38	2,000	9/7/2022	5,88	11,39	12,49	14,70	14,70	14,70	14,70	14,70	14,70
GD41	2,500	9/7/2022	8,06	11,29	11,29	11,29	11,29	11,29	11,29	11,29	15,73
GD46	1,125	9/7/2022	4,11	5,48	13,25	15,08	15,08	15,08	15,99	18,27	18,27
AL29	1,000	9/7/2022	3,16	3,16	3,16	3,16	3,16	3,16	3,16	3,16	0,00
AL30	0,500	9/7/2022	1,73	1,73	2,60	2,60	2,60	2,60	6,06	6,06	6,06
AL35	1,125	9/7/2022	4,03	5,38	13,00	14,79	14,79	14,79	17,04	17,93	17,93
AE38	2,000	9/7/2022	6,31	12,23	13,42	15,79	15,79	15,79	15,79	15,79	15,79
AL41	2,500	9/7/2022	7,65	10,71	10,71	10,71	10,71	10,71	10,71	10,71	14,91

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Los bonos 2035 (GD35 y AL35) tienen una menor renta corriente, pero cuentan con otro gran atractivo, su paridad. Dado que los bonos tienen una alta probabilidad de default implícita, más baja la paridad que pago mayor es la protección ante una eventual reestructuración. Un ejemplo reciente de esto son los antiguos bonos PAR. En el canje de deuda los tenedores de bonos PAR fueron por lejos los menos castigados. Dicho en otras palabras, si quiero comprar 10.000 dólares en bonos, pero considero que la probabilidad de incumplimiento es muy alta, me conviene comprar la mayor cantidad de nominales posibles. Bajo este supuesto de inversión, los GD35 y AL35 parecen la mejor apuesta para el inversor más conservador.

Otra forma de analizar el atractivo de los bonos es a través del cálculo de recupero de capital. En el siguiente gráfico se ve para cada bono como recupero la inversión inicial a medida que pasa el tiempo y

los bonos van pagando sus cupones. Por ejemplo, en un escenario de no default hasta principios de 2025, el precio actual de los bonos menos el cobro de cupones hasta dicha fecha, dejaría una inversión neta de 19 dólares en el GD35 o 16 dólares en el GD30.



En conclusión, desde una perspectiva de crecimiento y desarrollo de nuestro país en el largo plazo el acuerdo con el FMI tiene gusto a poco. Todavía persisten muchas dudas sobre la capacidad del país para cumplir con las metas planteadas, aun siendo un acuerdo algo más *light* para los parámetros del Fondo. Sin embargo, es una muy buena señal internacional que aleja los peores fantasmas sobre la dirección de la Argentina en un mundo globalizado. En el mismo sentido, más allá de las falencias del programa, establece un sendero de baja del déficit primario y monetización muy deseable.

La coyuntura actual no deja mucho lugar al optimismo en materia de crecimiento y estabilidad macroeconómica. Sin embargo, creemos que los bonos soberanos son una buena opción simplemente por precio. Los potenciales escenarios de pérdidas y ganancias lucen muy asimétricos. Si la coalición opositora se mantiene unificada de cara a las elecciones del 2023, entendiendo esto como una gran probabilidad de cambio de Gobierno, los bonos nos resultan muy atractivos como un *trade* mediano plazo, en realidad menos de dos años sería un *trade* más bien corto plazo en términos de cartera. Luego, para posicionarse de largo plazo, todavía deberíamos esperar a ver si el potencial nuevo Gobierno tiene una agenda de reformas pro estabilidad y crecimiento, con el altísimo costo político y social que dichas reformas podrían implicar.

Buen fin de semana,

juan@sekoia.com.uy

ian@sekoia.com.uy

manuel@sekoia.com.uy