



Informe “El mundo y la disrupción”

Publicado el lunes 30 de Mayo de 2022

Por **JORGE BAGUR**

Hasta el inicio del reconocimiento de la existencia de la pandemia COVID 19 por parte de las mayorías de las más importantes economías del mundo desde el punto de vista macroeconómico se podría decir que se vivía un clima ideal para el desarrollo económico y del mundo de los negocios

Sin embargo, a partir del reconocimiento de esta pandemia todo cambio.

No vamos a secuenciar históricamente los sucesos desde el inicio de esta crisis, sino enfocar nuestro análisis desde actualidad.

Consideramos muy importante dejar bien claro qué, todo lo que pasó, le agregó una gran volatilidad a la economía de las principales naciones de nuestro planeta.

Por esta razón, no pudimos dejar de considerar la posibilidad de un suceso disruptivo como el que detallamos en nuestro informe anterior.

Debe quedar en claro que ha primado la prudencia, pero un evento **disruptivo** se hace probable.

Dada las consecuencias de un evento de esta naturaleza y ante la miopía de muchos nos vimos en la obligación de describirlo y destacarlo.

Como estamos hoy?

Tanto la FED como ECB se comprometieron verbalmente con un ajuste monetario tanto en tasas como en liquidez a fin de controlar la inflación, que en las principales economías del mundo amenazaba con desbocarse.

Sin embargo, la economía global está dando algunas señales acerca de que quizás ambas entidades deban volver sobre sus pasos debido a que la actividad económica comienza a enfriarse.

Todo esto debido fundamentalmente a la serie de obstáculos a los que enfrenta la economía mundial este año.

Podemos enumerarlos como los bloqueos por Covid-19 en China, el aumento de los precios de la energía y los alimentos, la invasión rusa de Ucrania y un impulso cada vez mayor como hemos dicho de los bancos centrales para combatir la alta inflación mediante el aumento de las tasas de interés.

La continuidad del asedio militar ruso a Ucrania sigue poniendo el riesgo de mayores alzas los precios de energía y alimentos.

El precio del crudo Brent como WTI operando cerca de los \$115 con una suba del 55 % en un año

El gas natural próximo a los 9 de dólares por millón de BTU lo que implica una suba del 136 % de suba, para el año ,

El trigo subió un 51% en un año.

El maíz 32 % en un año

La soja 28 % en un año

Todos estos datos representan las consecuencias de la prolongación de un conflicto militar que ya lleva 90 días.

Rusia es el mayor exportador de trigo del mundo y Ucrania el quinto.

En el foro mundial de Davos los temas centrales fueron las crisis en alimentos combustibles y finanzas causadas o empeoradas por la guerra en Ucrania.

Esto amenaza con reavivar disturbios en países más pobres y llevar a docenas de ellos al incumplimiento en el pago de sus deudas.

Según el Director del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo la alta inflación y la suba de las tasas de interés podrían llevar a más de setenta países a caer en default, siguiendo el ejemplo de Sri Lanka.

Esta nación recientemente se convirtió en el primer país asiático en incumplir con su deuda, en medio de protestas sociales que se tomaron violentas y llevaron al colapso del gobierno.

Conclusión

Sí todo este cúmulo de consecuencias indeseadas del conflicto en Ucrania no son suficientes para que Occidente intenté detener o encapsular las hostilidades por vía diplomática debería esperarse que la guerra dure para rato con los efectos negativos sobre la inflación, y la caída en los niveles de ingreso real de las personas.

De mantenerse el Status quo actual de la economía mundial podría acercarse peligrosamente a una recesión en el año próximo.

Impuesto a las ganancias extraordinarias. ¿Implementado en el Reino Unido ?

El "PMI" (Purchasing Manager Index) del Reino Unido ha sufrido el golpe más fuerte a la actividad tras la invasión.

S&P Global dijo que el "PMI" cayó a 51.8 en mayo desde 58.2 para alcanzar su nivel más bajo en 15 meses.

La inflación alcanzó en abril un máximo de cuatro décadas a medida que aumentaban los precios de la energía doméstica.

"En Reino Unido, nos enfrentamos a un impacto negativo muy grande en los ingresos reales causado por el aumento de los precios de las importaciones, en particular la energía y esperamos que eso pese mucho en la demanda", dijo el gobernador del Bank of England.

Se suma a las preocupaciones de los inversionistas de que la economía del Reino Unido está en riesgo por un período de estanflación, donde ve que el crecimiento se estanca y la inflación se mantiene en niveles elevados", dijo The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ.

Por estas razones el Reino Unido implementó medidas destinadas a financiar a los hogares más pobres

Destacamos este suceso porque la decisión del Reino Unido impulsar el movimiento en otros países por impuesto similares

Sin duda los defensores de los impuestos sobre ganancias inesperadas apuntan a que un gobierno de derecha que adopte tales políticas como punto de partida muy bien abre el camino a decisiones similares en países sin una tradición liberal como el Reino Unido

El Reino Unido introdujo un impuesto sobre el petróleo y el gas del 25%

El gobierno conservador del primer ministro Boris Johnson se convirtió en el primero en poner en práctica el argumento que la industria energética se ha beneficiado demasiado de un aumento de los precios de las materias primas que está avivando la inflación espera recaudar 5000 millones de libras de financiarán un pago único de 650 libras a unos 8 millones de hogares más pobres

El argumento es que el sector del petróleo y el gas están obteniendo ganancias extraordinarias no como resultado de cambios recientes en la asunción de riesgos innovación o eficiencia sino como el resultado del aumento de los precios mundiales de las materias primas.

La situación Argentina

Una inflación del 100%, más una brecha similar entre el dólar oficial y el paralelo y un potencial impuesto a la renta inesperada quizás en la forma e aumento de las retenciones espanta inversores

Además, se está hablando en el Patria de una intervención directa sobre el mercado de granos

Las metas pactadas de acuerdo con el fondo monetario están cada vez más lejos de cumplimiento en particular la meta de acumulación de reservas

Esto pone en riesgo el resultado de la revisión de diciembre, aunque probablemente el F M I otorgaría un waiver

Por esta razón pensamos que estas metas van a tener que ser re escritas para que se puedan aprobar los desembolsos correspondientes a diciembre.

Después de analizar al día de hoy la situación del mundo, no vemos posible por ahora un default por parte del fondo monetario

Sin embargo, lo sucedido en los últimos días empiezan a plantear un escenario diferente

Parece que se avecina un importante cambio de época en el país.

Novedades en la gestión económica

Guzman insistió frente al presidente que la política fiscal y monetaria romperán la inercia inflacionaria.

Si bien un informe confidencial del Indec ubicaría el índice de inflación en mayo en el 4,9 % valor que confirma una alta inflación

Desde el punto de vista monetario debe tenerse muy en cuenta el problema de la nominalidad.

La base monetaria creció en los últimos 30 días \$ 176.642 millones en tanto que ajustada por inflación del 6,5 % para el periodo debería haber crecido \$ 239.590 millones, es decir una disminución en términos reales de casi el 2 %.

Pero si miramos la variación de la base en el 2022 con una inflación acumulada al mes de mayo de aproximadamente 26 % la base creció el 1 %.

Las principales causas de contracción se originan en compras de divisas al tesoro nacional, pases y leliq y notaliq

Otro dato importante es qué si analizamos las operaciones del tesoro nacional (adelantos y transferencias de utilidades) en los últimos 12 meses se emitieron casi 2 billones de pesos, promediando a mediados de mayo aproximadamente \$ 709.054 millones en tanto que a la fecha según informa el BCRA en todo el año 2020 se emitieron adelantos por \$ 380.500 millones (en términos nominales).

Se aprobaron los aumentos de tarifas de gas y energía eléctrica, 18/25 % para el gas 17 % para la electricidad.

Renuncia del Dr Feletti que contaba con el apoyo de la vicepresidenta cuyo plan consistía en además de controles de precios, aumento de las retenciones.

A estas novedades se sumaron dos señales positivas.

El jueves el Poder Ejecutivo dispuso un “Régimen de Acceso a Divisas” para las cías productoras de hidrocarburos, que registren producción incremental tanto en gas como en petróleo.

Toda una señal política de A. Fernandez, sin el aval de CFK, desenganchando de su “jefa” en medio de la escasez de dólares del B.C.R.A.

La otra señal, Transener (Cía. de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión Transener S.A.), que tiene todo el sistema interconectado eléctrico del país, obtuvo una resolución favorable a su Recurso de Reconsideración respecto de un ajuste tarifario. En consecuencia, el aumento transitorio del 25.0% obtenido a comienzos de año pasa a ser de 67.0% a partir de feb-2022. El impacto final en las tarifas de los usuarios sería de aprox al 1.0%.

La expectativa

La mayoría de los operadores del mercado se están convenciendo que a costa de una fuerte recesión la inflación va a bajar lentamente

Si extrapolamos el índice en términos anuales en función de la inflación acumulada a mediados mayo 2022 el cálculo nos llevaría a un índice de 80/90 % anual, sin embargo las consultoras estiman un R E M del 58 %

Es decir, que con las últimas novedades de no producirse un evento disruptivo pareciera que el gobierno puede ir tirando hasta las próximas elecciones

Los Bonos

Los bonos de deuda a nivel global están cayendo y regresaron a niveles mínimos desde la pandemia. De hecho, según datos de Bank of América, la deuda mundial enfrenta su peor año desde 1920.

Gran parte de la explicación de por qué la deuda mundial está teniendo una mala performance es por la importante suba que se ha evidenciado en la suba de las tasas estadounidenses.

Sin embargo, como dato positivo, Wall Street comienza a ver que el techo de tasas podría estar cerca, y que eventualmente los bonos podrían comenzar a ser una nueva opción para invertir en este escenario.

En concreto, Goldman Sachs advirtió que espera que el techo de la tasa norteamericana esté cerca de estos niveles y proyecta que la tasa a 10Y se ubicará en niveles de entre 2,7% y 2,8% de acá a 2024.

Esto es una buena noticia ya que, si las tasas no siguen subiendo, entonces la deuda global podría comenzar a estabilizarse.

Los bonos emergentes también sufrieron y Argentina no pudo escapar a esa dinámica. Sin embargo, a estos precios, analistas comienzan a ver valor en la deuda soberana local.

En un contexto de fuerte castigo para los bonos a nivel global, la deuda Argentina no pudo escapar al escenario adverso. Desde que salieron a cotizar, los bonos argentinos se han desplomado hasta un 45%.

Recientemente, la deuda volvió a operar en mínimos históricos, con paridades debajo de 30% y con tasas que superan el 34% en el tramo corto de la ley local y cerca del 30% en el mismo tramo de la ley Nueva York.

En un contexto en el que la deuda global puede comenzar a estabilizarse (según proyecciones de Goldman Sachs) y dado los bajos precios de los bonos, la deuda argentina podría comenzar a ser atractiva.

En ese sentido, comenzamos a ver valor en los bonos soberanos argentinos, que están operando bajo un fuerte estrés. originado en la posibilidad de una disrupción como comentamos en el informe anterior

Una situación de default originada por una disrupción podría llevar los precios a niveles del 10/15 % de paridad

Sin embargo, para una inversión de mediano plazo la deuda argentina luce atractiva en estos niveles.

Veamos estas opiniones en números

Bonos Sober Leg. N YORK	Cupón	Int. Deveng	PRECIO		Día	VARIACIONES	
			Compra	Venta		Semanal	Año
Global 2030	0,5%	0,1972	29,15	29,75	(0,08)	1,03	(16,2)
Global 2035	1,125%	0,4438	26,95	27,70	(0,18)	0,92	(14,7)
Global 2038	2,0%	0,7889	34,75	35,50	0,21	2,78	(7,9)
Global 2041	2,5%	0,9861	32,30	33,00	0,38	3,32	(8,0)

Bonos soberanos emitidos

global 2030	16.090
global 2035	20.501
global 2038	16.090

Se observa un corte a partir del 2038 en las variaciones diarias y semanales.

La opinión de varios analistas es que es probable una reestructuración de los bonos con vencimientos anteriores al 2038, en tanto que los que vencen con posterioridad al 2038 quedarían intactos.

En ese sentido, el mercado comienza a ver de a poco el trade electoral como el nuevo driver de mediano plazo para los bonos y activos argentinos.

En función de lo que vamos viendo consideramos que el momento de comprar bonos soberanos va a ser cuando se comience a pricear un cambio de régimen.

En principio vemos como más probable que la fecha para comprar sea para octubre o noviembre del 2022 El costo de esperar hoy no es alto.

Nadie está apurado y nadie se va a perder el trade y dados los actuales precios de la deuda, vemos que los activos locales están baratos por el potencial que tiene la economía argentina. En caso de un cambio de gobierno con una orientación más pro-mercado.

La deuda está castigada, pero no creemos que el mercado de bonos necesite una nueva reestructuración. Aun así, esperar no castiga, es decir, no se va a perder el trade por esperar un mejor momento.

Si bien los bonos argentinos se ven baratos, es entendible que no haya tantos compradores debido al contexto internacional y local.

Conclusion

Vemos oportunidad en estos valores. Con un view a dos o tres años están baratos, pero entendemos que hoy los incentivos a comprar son bastante bajos porque no hay un carry que justifique o un cambio inminente de la situación política y macroeconómica como para que te motive a comprar hoy .