

Research - Informe N°034

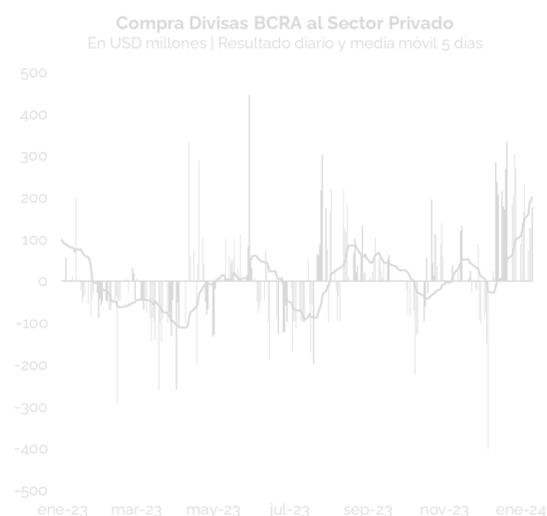


- **Las compras del BCRA en el MULC: devaluación + diferimiento de pagos de importaciones.**

- **Deuda para importadores: La eliminación del CEF, padrón de deuda y BOPREAL con mejor apetito.**

- **Apartado sobre las emisiones primarias corporativas por segmento: se emitieron 280 ON en 2023.**

- **La suba de los tipos de cambio de enero. ¿Por cuánto tiempo es sostenible el dólar en estos precios?**



Compra de dólares en el MULC.

El BCRA compró divisas por un total de USD 4.032 M en las primeras 22 ruedas post devaluación y compró en todas las ruedas post asunción de forma ininterrumpida.

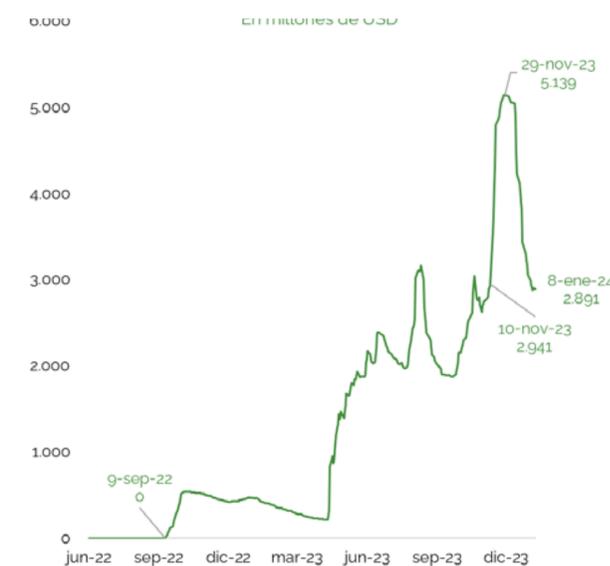
Las compras fueron consecuencia de la devaluación de dic-23, que llevó el tipo de cambio oficial a un valor real no visto desde la salida de la convertibilidad. Si bien el tipo de cambio alto desincentiva vía precios las importaciones e incentiva las exportaciones, las menores salidas de divisas por el MULC también fueron consecuencia del esquema¹ de pagos de importaciones que rige desde el 13-dic, que difirió significativamente el grueso de pagos del nuevo flujo de importaciones. Bajo el esquema actual solo se puede acceder al MULC para pagos de combustibles y energía eléctrica. Además, a partir del 12-ene se sumaron los pagos para productos farmacéuticos y agro (diferidos 30 días desde el 13-dic). El resto de los bienes podrían ser pagados en plazos contados desde el día de registro de su ingreso aduanero (25% desde 30 días corridos, es decir a partir de este 12-ene para productos ingresados a partir del 13-dic, y 25% en cuotas adicionales a los 60 días, 90 días y 120 días corridos). Autos terminados y otros bienes finales serán pagados recién a los 180 días de su ingreso. Para más información sobre las medidas cambiarias aplicadas el 13-dic se puede ver la página 3 de nuestro Informe N°032. Es claro que el gobierno tiene que enfrentar importantes desbalances fiscales, externos y cambiarios. Si bien hay perspectivas de mejora en el plano cambiario por mayores exportaciones agrícolas (no sequía respecto a 2023) y de hidrocarburos (Impulso por Vaca Muerta) la acumulación de reservas de estos días (compras de divisas en el MULC) solo fue posible gracias a la contracción del flujo nuevo de pagos de importaciones por la vigencia del cepo.

Eliminación del CEF.

Como algo positivo para facilitar el nuevo flujo de importaciones, a través de una resolución² conjunta entre la Secretaría de Comercio y la AFIP, se eliminó el mecanismo sistémico que calculaba la Capacidad Económica Financiera (CEF) de los contribuyentes, y que se utilizaba para restringir y limitar las operaciones de comercio exterior. En línea con la eliminación del Sistema de Importaciones de la República Argentina (SIRAs) y las Licencias No Automáticas, la eliminación de la CEF busca facilitar y dar certidumbre a los importadores y fabricantes locales para tener un acceso a sus insumos. Luis Caputo declaró³ que “a medida otorgará mayor libertad para importar e impedirá que exista arbitrariedad de parte del Estado a la hora de intervenir en el proceso de compras en el exterior. El Sistema CEF constituía una enorme barrera a la hora de importar, analizando un gran número de variables atinentes a la situación financiera de las empresas que no guardan relación con el nuevo sistema declarativo”.

El stock de LEDIV.

Si bien fueron la noticia cambiaria a mediados de nov-23, el stock de este pasivo del BCRA para cubrir deuda de importadores se redujo a los valores de comienzos de nov-23, bajando de los USD 5.139 M a USD 2.891 M (-44% del stock).



¹ Ver la comunicación "A" 7917 (disponible aquí).

² Resolución General Conjunta 5478/2024 (disponible aquí).

³ Cuenta Oficial de X (Twitter) de Luis Caputo (disponible aquí).

■ El padrón de deuda comercial.

El ministro Caputo explicó⁴ que la inscripción al Padrón es obligatoria (hasta el 24-ene) para quienes realizaron importaciones de bienes y/o servicios hasta el 13-dic-2023 y que no hayan accedido al MULC para cancelar la totalidad de dichas obligaciones. El Padrón de Deuda Comercial por Importaciones con Proveedores del Exterior alcanzó los USD 21.000 M (al 10-ene) y el monto está compuesto por USD 16.500 M de grandes empresas, USD 2.500 M de medianas y USD 2.000 M de PyMEs. Las operaciones de deudas canceladas mediante otros mecanismos que no implicaron el giro de divisas alcanzaron los USD 2.000 M según contabiliza el MECON. Aquellos importadores que pagaron sus deudas por otros métodos deberán informar la operación como “cumplida” y se da por concluida la operatoria ante las entidades financieras mediante su actualización en el Seguimiento de Pagos de Importaciones.

PARTADO 1: BONOS BOPREAL La tercera licitación mostró más atractivo

■ Bonos BOPREAL.

En nuestro Informe N°033 realizamos un resumen exhaustivo de que son, porque se emiten y para qué sirven los nuevos BOPREAL. El BCRA continuó licitando BOPREAL en las últimas dos semanas. Estos bonos serán ofrecidos como vehículos para canalizar la demanda de divisas de los importadores de bienes y servicios con deudas comerciales por operaciones con registro aduanero o servicio efectivamente prestado hasta el 12-dic-23.

■ ¿Qué los hace atractivos?

El Gobierno da incentivos para la suscripción del Serie 1 por sobre el 2 y el 3 con el objetivo de alargar plazos. Los bonos cuentan con varios sweeteners⁵: Acceso al MULC por hasta el 5% de la deuda, Canje gratis sobre las amortizaciones, pago de impuestos, exención de impuesto país y principalmente, la no aplicación de la restricción cruzada MULC/CCL o MEP. A estos 5 sweeteners, en la última quincena se agregaron tres nuevos:

1 Acceso al CCL por diferencial de venta:

Si se vende el BOPREAL en mercado secundario, se permitirá el acceso al dólar CCL por la diferencia entre el precio de mercado y el valor nominal a partir del 01-abr-24. Es decir, si se vende a un precio de 60, se podrá acceder al CCL por el diferencial de los 40 diferenciales.

2 No requerimiento de cuenta en el exterior para cancelar deuda.

El jueves 11-ene el BCRA comunicó⁶ que se admitirá la realización de ventas de BOPREAL con liquidación contra cable sobre una cuenta de terceros en el exterior en la medida que los títulos hayan sido adquiridos por el vendedor en una suscripción primaria. Es decir, el BCRA no requiere que el vendedor de

3 Ampliación del acceso al MULC por % de la deuda.

El BCRA comunicó⁷ que si se suscriben a BOPREAL por más del 50% del total adeudado (acumulado hasta el 13-dic-23) se podrá dar acceso al MULC por hasta 5% de la deuda a partir del 01-feb-24 (esto ya existía) y, además, se agrega una ampliación del acceso MULC con la condición de que los exportadores

■ ¿Qué los hace atractivos?

El BOPREAL serie 1 puede considerarse como un bono Hard Dollar si se tiene a finish o como un bono dollar linked dado que tres de las subseries tendrán una opción de rescate anticipado. Estos 5 sweeteners le otorgan un valor mayor a lo que sería un bono hard dólar sin estos beneficios. En nuestro Informe N°033 le asignamos un valor fair de USD 60 al BOPREAL serie 1, y los primeros bids (oferta de compra) en la bolsa contra cable estuvieron en USD 61, luego USD 63 y el jueves 11-ene vimos bids en USD 65. Con estos precios de USD 65, el tipo de cambio “de salida” para la deuda de importadores suscribiendo el BOPREAL y vendiéndolo contra dólar cable (remarcamos que todavía no ha tenido ni una sola operación este bono) alcanza los ARS 1.260, un tipo de cambio que hoy parece mucho más atractivo.

⁴ Cuenta Oficial de X (Twitter) de Luis Caputo (disponible aquí).

⁵ Se puede ver la descripción de los sweeteners en la página 6 de nuestro Informe N°033 (disponible aquí)

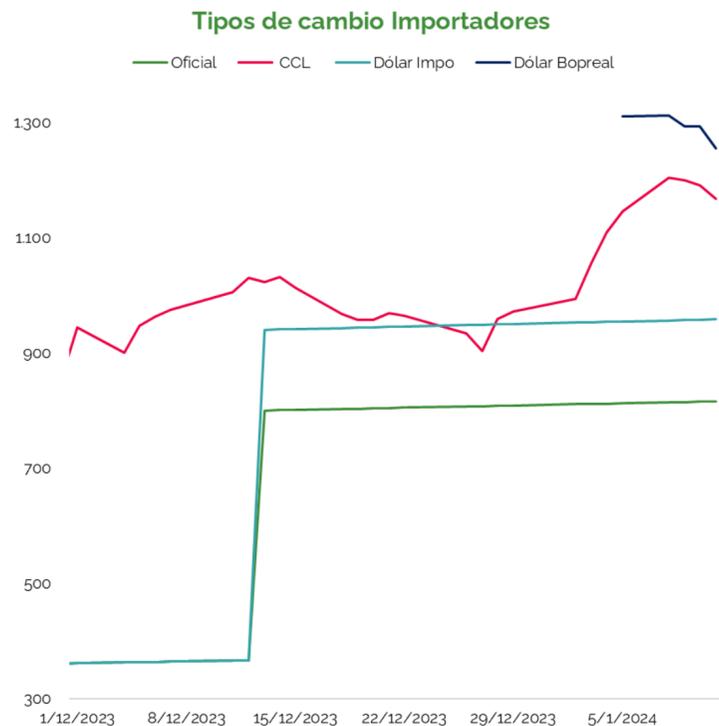
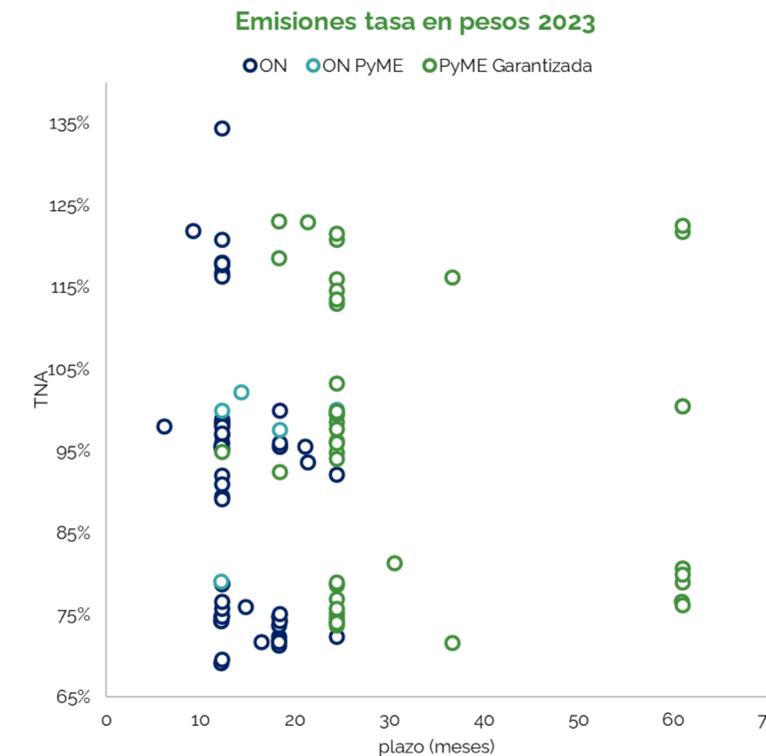
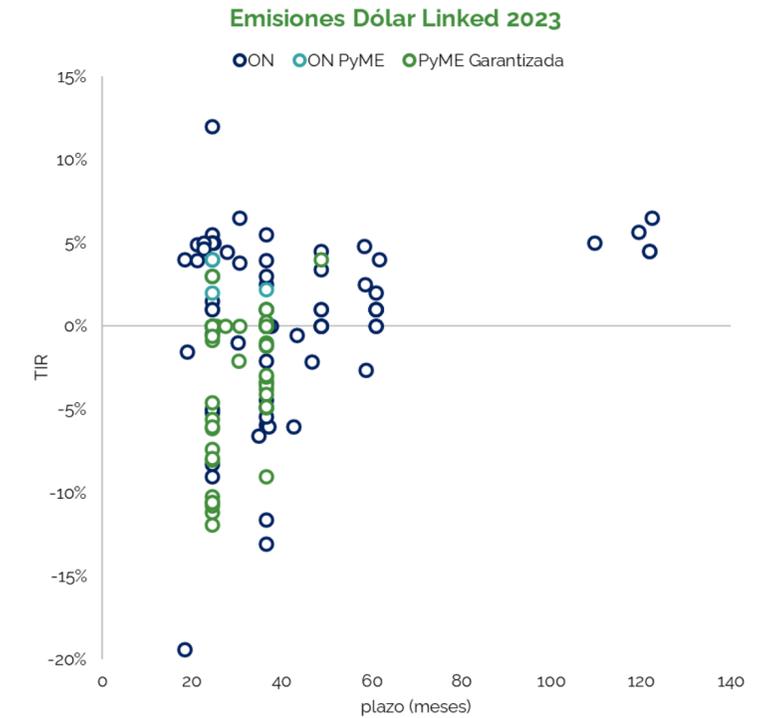
⁶ Ver la comunicación "A" 7940 (disponible aquí)

⁷ Ver comunicación "A" 7941 (disponible aquí)

También queremos remarcar que la valuación (precio posible de venta de venta en mercado secundario) depende de manera inversa de la brecha cambiaria y a los BIDs observados (entre USD 61 y 64) fueron vistos en un contexto de brecha cambiaria de entre 40% y 50%, que podría no sostenerse en el futuro próximo. Entendemos que si la brecha cambiaria disminuye (lo que le quita atractivo a los bonos Dólar linked luego del strip del 01-mar-24) la paridad del BOPREAL serie 1 debería aumentar para que la baja del CCL (caída de la brecha) sea acompañada por la baja del “tipo de cambio bopreal” y esto podría no suceder más allá de cierto precio (nos atrevemos a decir USD 80-85 en el corto plazo dado el riesgo país). Este escenario podría deber ser un entorno donde el BOPREAL solo es atractivo si hay cierto nivel de brecha que permita que los flujos de los bonos devenguen una tasa sensiblemente mayor a la tasa de emisión (5%). Si pensamos además, que el sweetener de pago de impuestos le pone, en cierta medida un piso al precio de los bonos, estamos hablando que los BOPREAL posiblemente tenga un “piso” y un “techo” en su precio que será determinado una vez el bono cotice y opere en mercado secundario (a priori lo ubicamos entre USD 47 y USD 85), y que permitirá hacer análisis de sensibilidad versus distintos niveles de brecha cambiaria.

La tercera licitación de BOPREAL.

En la tercera subasta⁸ del bono serie 1, que se realizó el miércoles y jueves 10-ene y 11-ene, se adjudicaron VN USD 1.179 M. Se adjudicó la totalidad de las ofertas recibidas y ahora el outstanding total de este bono alcanza los USD 1.304 M. La liquidación de esta tercera subasta será el 18-ene, y esperamos ver operaciones dado el aumento de emisión. El BCRA recordó que durante ene-24 se seguirán realizando subastas y que el máximo de este bono a ser emitido alcanza los USD 5.000 M.



APARTADO 2: EMISIONES CORPORATIVAS DEL AÑO 2023.

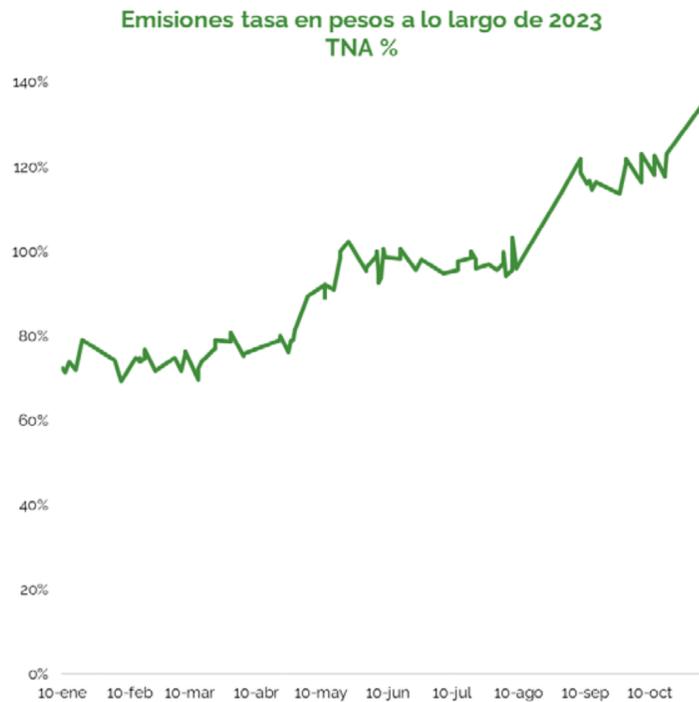
Si bien el año 2023 ha presentado la característica de tener un “problema de excedente de pesos” para muchas empresas el mercado, aun así, no ha dejado de ser el punto de encuentro entre unidades superavitarias y deficitarias, porque lo que la financiación en el mercado de capitales fue una herramienta muy utilizada, ya sea por necesidad o por oportunidad. La cantidad de emisiones primarias de obligaciones negociables se incrementó en más de 5% en comparación al 2022. Tomando como base el informe de emisiones CNV⁹, en el año se han realizado 280 emisiones (añadiéndole las últimas cinco ONs emitidas en diciembre que les resta actualizar).

De ese total, son más de 140 las empresas que se han financiado en el mercado de capitales a través de distintos regímenes y títulos linkeados a distintas variables. En cuanto al régimen de emisión la gran mayoría fueron ON simple: 61.4% (172/280), seguidas de las ON PYME Garantizada 33,2% (93/280) y luego ONPyME: 5,4% (15/280).

Con respecto al tipo de tasa, el contexto llevó a una fuerte demanda de cobertura cambiaria para un año en donde el atraso del tipo de cambio marcó sus límites con brecha en niveles superiores al 200%. Las expectativas (concretadas) de devaluación fueron marcadas y significaron una oportunidad de financiación a tasas negativas en el segmento dólar linked para aquellos que tenían negocios sin descalce de moneda. De la totalidad de emisiones en el año más del 50% fueron dólar linked, sin dudas la variable estrella. La TIR promedio (simple sin ponderar por volumen) fue de -0,7% en el año 2023 para el segmento dólar linked.

⁸ Se puede ver el resultado de la subasta en la página del BCR (disponible aquí).

⁹ Para más información se puede ingresar a la sección “emisión de obligaciones negociables” dentro de la página de Informes de Mercado de Capitales de la CNV (disponible aquí).

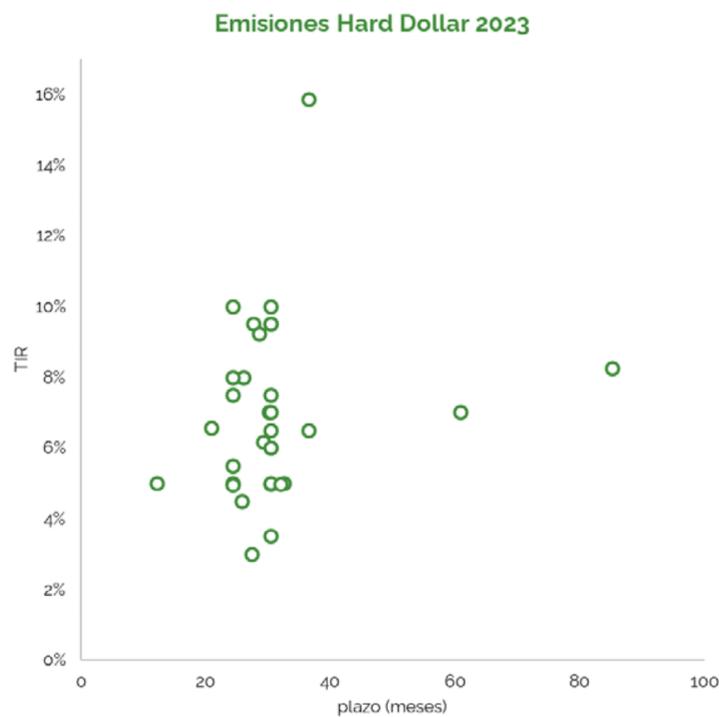


En segunda instancia las empresas han encontrado la oportunidad de financiarse con tasa en pesos ofreciendo badlar + un margen. Las ONs PyME garantizada optaron por un plazo mayor en general (más de 24 meses) mientras que las ON fueron normalmente a 12 meses. A lo largo del año, la tasa (medida en TNA %) al que se financió el mercado fue incrementándose a medida que la inflación y las presiones cambiarias se consolidaban.

Por otro lado, las emisiones hard dollar fueron muy demandadas con tasas entre 3% y 16%, principalmente por importadores que han encontrado la alternativa para posiciones en pesos en títulos dolarizados que no les quitaban el acceso al MULC. La TIR promedio simple del año 2023 fue de +7,0%.

Por último, solo se han emitido 4 obligaciones negociables ajustables por UVA, la variable a acelerar luego de una eventual devaluación. La TIR promedio simple del año fue UVA+0.9%.

Desde el cambio de administración que no se emitía ninguna obligación negociable hasta el jueves, 11-ene-24, que licitó CRESUD ofreciendo dos clases XLIII y XLIV, tasa badlar y hard dollar respectivamente. El resultado mostró ofertas por encima del monto buscado y los márgenes de corte fueron Badlar + 0% y Hard Dollar MEP +6%.



La suba de los tipos de cambio de ene-24.

Dado el aumento de la nominalidad, el BCRA autorizó¹⁰ la impresión y circulación durante el transcurso de este año billetes de ARS 10.000 y ARS 20.000. En las primeras diez ruedas del año 2024, el tipo de cambio CCL y el MEP, aumentaron 18% y 12,5% respectivamente. Sin embargo, en las últimas dos ruedas, los dólares financieros se mostraron más ofrecidos para cerrar la semana en torno a ARS 1.100 para el MEP y en ARS 1.120 para el CCL. (unos 60 pesos debajo de los máximos alcanzados el martes 09-ene).

Rápidamente surge la pregunta ¿Es sostenible el dólar en estos valores con una inflación mensual que apunta a ser del 25%? La respuesta no es clara. En primer lugar, el dólar financiero medido en términos reales es carísimo para una economía “normal” (sin cepo). La escasez de productos importadores y el exceso de pesos que genera el cepo infla artificialmente los tipos de cambio. El tipo de cambio real medido con el dólar oficial, como vimos más arriba en este informe, también es carísimo para una macro estabilizada. Los desequilibrios actuales permiten que Argentina esté cara en dólares medido en bienes importadores y con componentes importadores, y a la vez esté barata para países limítrofes en algunos bienes y servicios. Los salarios argentinos medidos en dólares siguen siendo bajísimos en términos históricos (esto es claro indicio de que el dólar está caro a estos valores reales). Pero la salida de la crisis está lejos todavía, y el desarme del cepo llevará al menos unos meses más. En el medio puede volver a haber un incremento sustancial de la brecha cambiaria que podría dejar perdedoras a las posiciones pesificadas en el corto plazo. Finalmente, en el mediano plazo, vemos indefectiblemente una apreciación cambiaria en la argentina (con el dólar financiero perdedor en términos reales).



Fuente: Parakeet Capital en base a datos de BCRA, Bloomberg y estimaciones propias

¹⁰ Ver comunicado del BCRA (disponible aquí)

■ El proceso de licuación de pesos.

Uno de los desequilibrios macroeconómicos más apremiantes para que la administración Milei tiene como desafío La brecha cambiaria y el cepo son consecuencias del exceso de pesos que hay en la economía por el financiamiento del déficit fiscal. Sin embargo, el BCRA bajó la tasa de interés de política monetaria al 100% TNA, lo que redujo sustancialmente el rendimiento de los pesos de la economía. Las LELIQ dejaron de existir el jueves 11-ene luego del último vencimiento de letras (emitidas 28 días antes). Ahora el stock de pasivos remunerados del BCRA enteramente de pasivos pasivos (y un pequeño stock de ARS 12.820 de NOTALIQ con 180 días de duration que vencen en unos días). El stock de plazo fijo privado en pesos cayó casi 20% en términos reales el mes pasado y los pasivos remunerados cayeron 8,6% real por que la tasa de interés fue menor a la inflación. Pero en un proceso de apreciación cambiaria como el que tenemos en mente a partir de jun-24, los stocks de pesos se incrementarán sustancialmente medidos en dólares y no necesariamente en pesos. Remarcamos que esto no implica que el dólar baje nominalmente, si no que el efecto de la tasa de interés al 7,5% podría ser suficiente para los pesos aumenten medidos en dólares, si este último queda "planchado". ¿Qué problemas vemos? Las repasamos en nuestro apartado de expectativas.

■ Nuestras perspectivas para los próximos meses.

- 1 En la economía real creemos que la actividad sufrirá de corto plazo (1T24) un retroceso significativo por el impacto de la corrección de precios relativos y por el ajuste fiscal. En este escenario esperamos observar una contracción del PIB del orden del 3% en 2024, con una retracción impulsada por el gasto público y el consumo privado. Las jubilaciones y transferencias sociales tendrán un impacto sustantivo por la suspensión de la ley de movilidad, será muy significativo en el consumo privado, el nivel de los haberes que otorgue el gobierno.
- 2 Sostenemos que el principal desafío del programa es el apoyo social y político. La inflación durante dic-23 y el 1T24 alcanzará niveles no observados desde 1990 (el mismo Milei mencionó un rango entre el 20% y el 40% mensual en su discurso de asunción). Seguiremos monitoreando las tres dimensiones mencionadas.: Calle, Justicia y Congreso. (ver apartado "las trabas al decreto" en la página 3 de nuestro Informe N° 033).
- 3 El plan tendría un componente heterodoxo de contención social. ¿El gobierno dará bonos a jubilados además de duplicar la AUH? Restará ver si el cambio en la fórmula de movilidad jubilatoria es beneficioso en el corto plazo para contener la situación. Con una aceleración inflacionaria la fórmula de movilidad actual aumenta los beneficios sociales con un rezago de tres meses, por lo que en el primer 1T23 los jubilados y beneficios que ajustan por movilidad sufrirían una licuación mayor al 40%.
- 4 La clave también pasa por el apoyo de "La clase media", que fue el principal motor del triunfo de Milei en el ballotage, todavía no cuenta con medidas de contención. Este grupo (deciles 2 a 5 de la distribución del ingreso) será quien más impacto tenga en aumento de tarifas, la posibilidad de la reversión de la baja de ganancias y mayor inflación en un contexto de paritarias que tardarán en reaccionar. La baja de subsidios perjudicará el consumo de este sector.
- 5 Es muy posible que haya nuevas medidas todos los meses. Es casi un hecho que serán necesarias nuevas políticas para el 2T24. Las políticas económicas anunciadas servirán como puente hasta la cosecha en caso de funcionar y, una vez que las reservas internacionales comiencen a recomponerse con la cosecha gruesa, hará falta tomar nuevas decisiones en torno a la política fiscal, cambiaria y monetaria. En parte a esto lo estamos viendo en los tres sweeteners agregados al BOPREAL.
- 6 El riesgo del ajuste fiscal. El ajuste fiscal depende de manera relevante de una mayor recaudación fiscal (el 43% del ajuste total sería con más impuestos) y esto podría generar dudas sustanciales en los próximos meses, especialmente debido a que algunos impuestos serían "transitorios" y, además, porque su implementación podría requerir necesidad de aprobación del Congreso. Además, y no menos importante, la reducción del gasto es considerable y generará redistribución de riqueza entre distintos actores de la economía (la suspensión de la obra pública, la pauta y la anulación de nuevos contratos).
- 7 El riesgo del cepo cambiario. El cepo no se desmanteló y muchas restricciones están vigentes. El riesgo latente de mantener el actual aparato de restricciones cambiarias es que la inflación borre rápidamente la corrección nominal del tipo de cambio y caer nuevamente en un atraso cambiario importante. Estimados que con la inflación que proyectó el mismo Milei, y con el crawling del 2% mensual, para mediados de mar-24. En este caso, puede ser necesario realizar una nueva corrección cambiaria para finalmente migrar a un sistema de tipo de cambio unificado, sin restricciones en la cuenta de capital y financiera, excepto las regulaciones macroprudenciales que requiere todo "país normal".

- 8** La paciencia de los proveedores de los importadores. Los importadores no tienen una solución al pago de sus deudas ya que los BOPREAL podrían ser un mecanismo perjudicial si su cotización cae sustancialmente en mercado secundario hasta conseguir un comprador en el exterior. Creemos que habrá importadores que realicen pagos al exterior a precios de CCL de entre ARS 1.200 y ARS 1.800, dependiendo de la impaciencia y el estado de situación de cada uno (negociación con proveedores). Y el problema no se agota solo en la deuda previa al 12-dic, si no que en el nuevo esquema de pagos de importaciones (Ver páginas 3 y 4 de nuestro Informe N°032) los importadores seguirán acumulando nueva deuda en los próximos 4 meses, generando mayores presiones en la negociación con sus proveedores o casas matrices. La restricción¹¹ cruzada entre los mercados (Hacer MEP o CCL y acceder al MULC) sigue vigente por la Comunicación "A" 7746 del 20- abr-23 y dado que los BOPREAL presentan el incentivo de no afectar esta normativa, es posible que no se levante en el corto plazo (podría ser después de que comience la cosecha gruesa a fines de abr-24).
- 9** Financiamiento a mediano plazo. En el año 2025, el país enfrentará pagos de deuda privada superiores a los USD 8.000 M (capital + intereses). Es un gran desafío para una economía sin mercado voluntario de crédito internacional. Estos vencimientos deberían ser refinanciados mediante colocaciones voluntarios a tasas de interés sostenibles para una economía como la Argentina.

¹¹ Comunicación "A" 7746(disponible aquí)

