

Research - Informe N°035

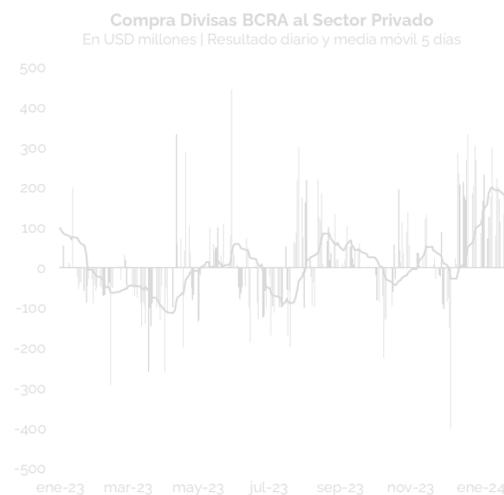


- **Las compras del BCRA en el MULC: Persiste la racha compradora y los menores pagos de importaciones.**

- **Financiamiento del MECON: buena licitación y el déficit fiscal al arranque de la gestión**

- **El desempeño de los activos argentinos en la última quincena: ¿Dónde poner los pesos?**

- **Apartado 1: Bonos BOPREAL, pago de deudas de importadores y tipos de cambio de salida,**



Compra de dólares en el MULC.

El BCRA continúa con su racha compradora de divisas en el mercado de cambios. Desde el cambio de mandato el BCRA compró un total de USD 5.811 M de forma ininterrumpida en las últimas 32 ruedas.

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. Pero 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. Las compras de divisas en el MULC fueron posible gracias a la contracción del flujo nuevo de pagos de importaciones por la vigencia del cepo. Dentro de 120 días, cuando el flujo nuevo se comience a pagar (esta época coincide con el comienzo de la cosecha gruesa), el tipo de cambio real podría ser menos competitivo que hoy (en caso de continuar con un crawling peg menor a la inflación, hoy 2% mensual), lo que podría dar un mayor incentivo vía precios a las importaciones y un menor incentivo a las

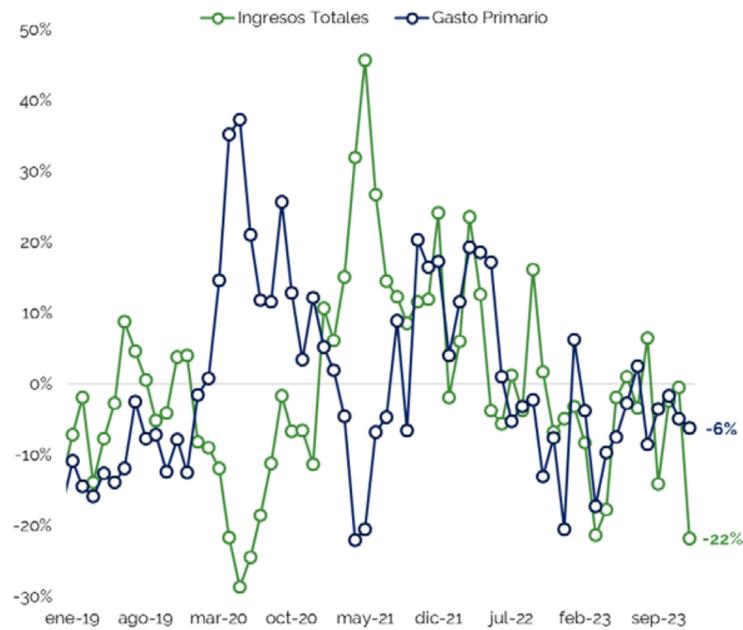
El financiamiento del MECON.

El 16-ene tuvo lugar una licitación del MECON para rollear los vencimientos de la LECER X18E4 y la LEDES S18E4. El MECON emitió un total de ARS 4.0 billones, de los cuales usó ARS 0.9 billones para recomprar bonos T5X4 al BCRA y evitar que el financiamiento neto no sea monetariamente expansivo. El MECON reabrió la LECER X20F4 (a una tasa fija porque el CER ya es conocido hasta su fecha de vencimiento) a una tasa efectiva mensual de 7,86% (147% TEA). También emitió una nueva LECER X20Y4 que adjudicó por ARS 1,59 billones a una tasa de -108% TNA sobre CER (operando con un gran descuento sobre la inflación nominal). Por último, el MECON emitió ARS 1,33 billones de TX25. El próximo compromiso importante será a fines de feb-23 con el vencimiento de las LECER X20F4 (ARS 2,2 billones), por lo que esperamos que haya otra licitación a mediados de feb-23 para su rollover. El exceso de pesos en la economía y la baja de tasa de interés le permite al MECON obtener financiamiento barato (CER -100% o 8% TEM) y cancelar deuda emitida con anterioridad a tasas mayores. La demanda por cobertura inflacionaria que vimos en dic-23 y ene-24 podría continuar en feb-23, pero también vemos que podrían continuar las presiones a dolarizar dado que los rendimientos sobre los pesos comprimieron significativamente.

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

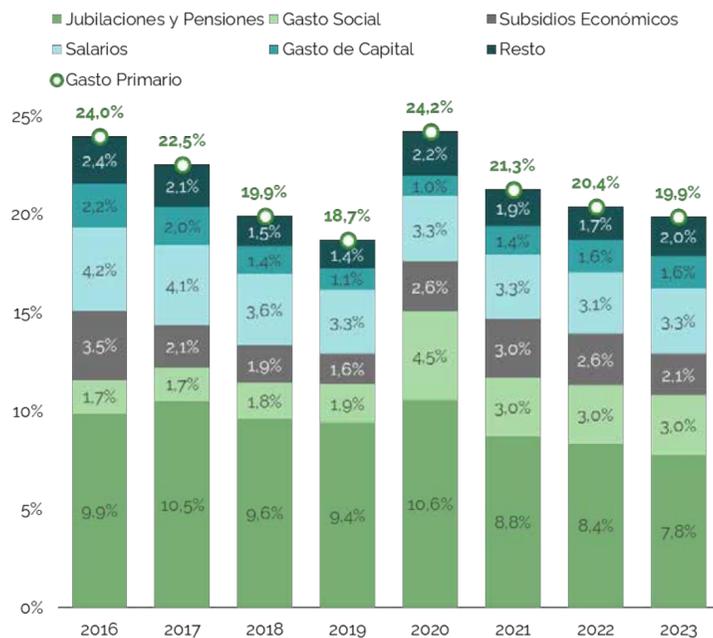
Ingresos y Gastos del Sector Público no Financiero

Variación % interanual | En términos reales



Fuente: Parakeet Capital en base a datos de MECON

Gasto Primario del sector primario no financiero como % del PIB



El déficit fiscal de dic-23 y el comienzo de la gestión Milei.

El déficit primario de dic-23 totalizó ARS 1,99 billones y el pago de intereses de la deuda fue ARS 3,34 billones (llamativamente alto), por lo que el déficit fiscal de dic-23 ascendió a ARS 5,33 billones (2,8% del PIB en un solo mes). En dic-23 los ingresos sumaron ARS 2,23 billones, creciendo 160% i.a. y los gastos sumaron ARS 6,22 billones, creciendo 192% i.a. Tanto gastos como ingresos cayeron en términos reales descontando la inflación como venía sucediendo en los últimos cuatro meses.

El menor gasto público en 2023 respecto a 2022 se alcanzó a través del recorte del gasto en jubilaciones y pensiones gracias a la fórmula de movilidad que ajusta por inflación pasada los haberes (en aceleración inflacionaria los haberes quedan rezagados a medida que la inflación aumenta). El gasto en jubilaciones y pensiones pasó de representar el 8,4% del PIB en 2022 a ser del 7,8% del PIB en 2023.

Al mismo tiempo, la administración de Alberto Fernández redujo los subsidios económicos en 0,5% del PIB en 2023 (bajando a 2,1% del PIB), pero aumentó el gasto en salarios y funcionamiento por 0,2% del PIB (aún cuando las paritarias ajustaron por debajo de la inflación) explicado por el mayor consumo público de bienes y servicios. La comparación de los pesos del gasto en términos del PIB contra 2019 muestran una disminución significativa del gasto en jubilaciones y pensiones, un aumento del gasto social (tarjeta alimentaria y planes sociales) un aumento de los subsidios económicos, un aumento del gasto de capital y un aumento del gasto "otros" explicado por el aumento del déficit de empresas públicas.

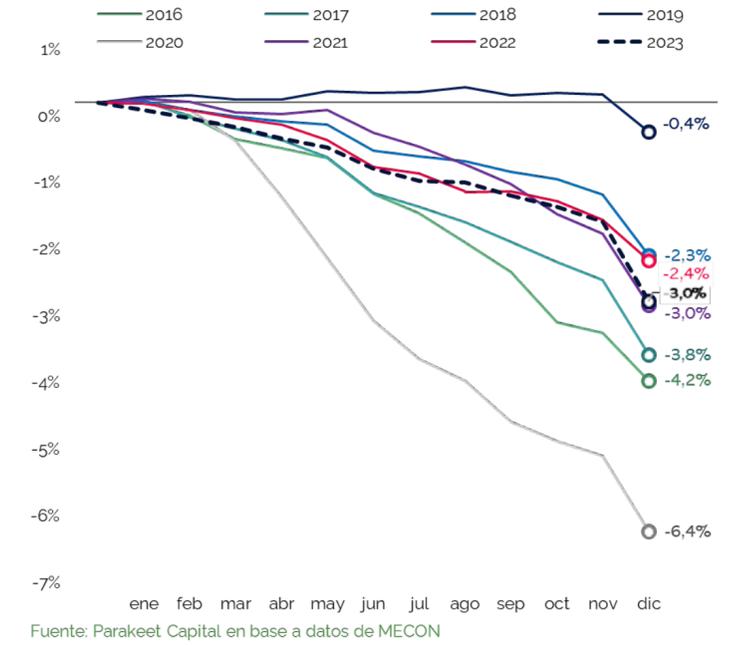
Finalmente, el déficit primario de 2023 cerró en 3,0% del PIB, similar número al año 2021 y 0,6 p.p. del PIB superior a 2022. Como todo año electoral (salvo 2019) el déficit mostró un incremento en los meses electorales. El déficit financiero de 2023 alcanzó un total de 6,1% del PIB impulsado por el atípico y abultado pago de intereses de la deuda en el mes de dic-23.

En términos acumulados, el gobierno de Alberto Fernández acumuló 15,4% del PIB en déficit primario y 23,5% del PIB de déficit financiero (incluyendo intereses de deuda) al cabo de los 4 años de mando. Las intenciones del actual gobierno es llevar el déficit fiscal a 0%, o al menos alcanzar un superavit primario de 2% del PIB en 2024, realizando un ajuste fiscal de 5 p.p. del PIB este año.

El ajuste fiscal de 5 p.p. del PIB es algo inédito en Argentina y será el desafío más importante de la administración de Javier Milei. Hoy la expectativa de la eliminación del déficit fiscal colabora como ancla fiscal para evitar la huida del peso (y la consecuente dolarización). La confianza en el Gobierno se mantiene elevada en ene-23 (aunque mostró una baja respecto a dic-23) en niveles similares al comienzo de la gestión de Mauricio Macri. El riesgo de que las medidas de ajuste fiscal afecten a la clase media y clase media alta y la confianza en el gobierno se erosione rápidamente se mantiene presente, y es una variable que seguiremos de cerca.

Déficit Primario

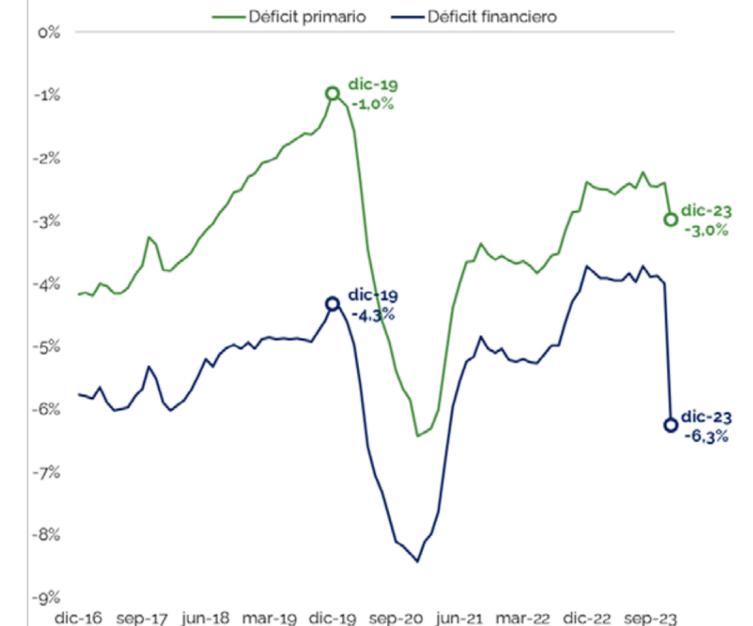
En % del PBI | Acumulado por año



Fuente: Parakeet Capital en base a datos de MECON

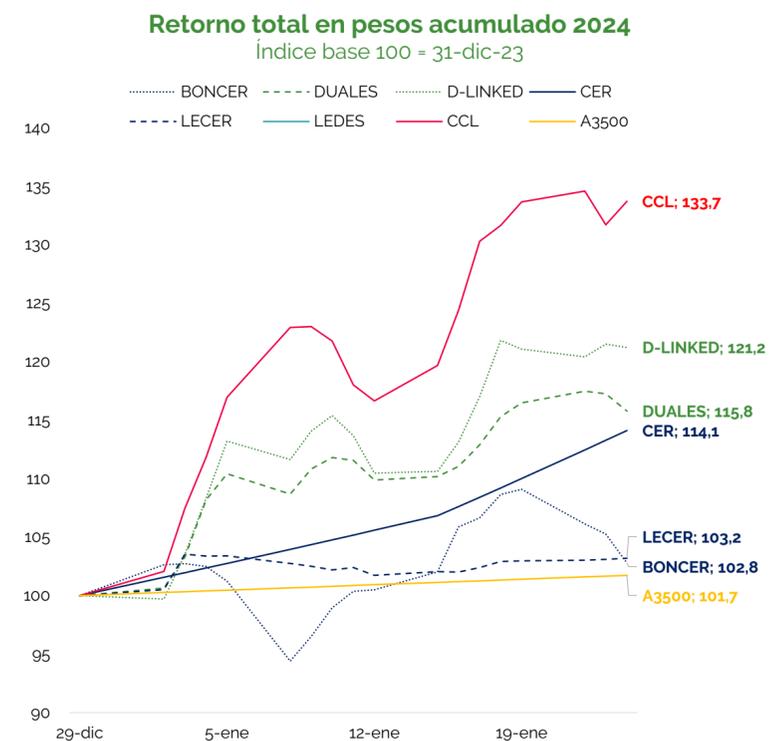
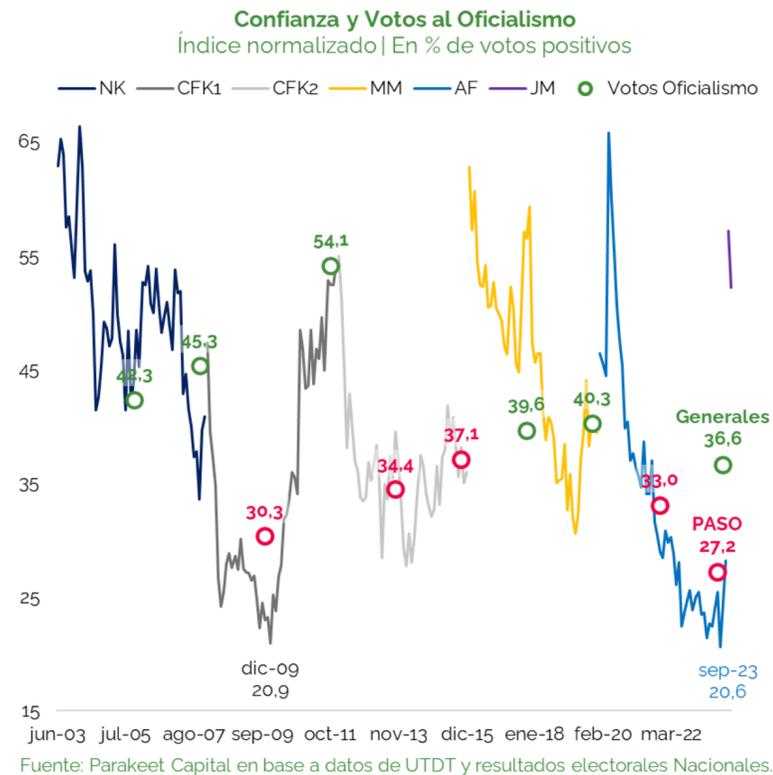
Déficit del Sector Público Nacional

Acumulado 12 meses en % PIB



² Se puede ver la descripción de los sweeteners en la página 6 de nuestro Informe N°033 (disponible aquí).

³ Se puede ver la descripción de los nuevos sweeteners en la página 2 de nuestro Informe N°034 (disponible aquí).



El desempeño de los activos en la última quincena.

De las 10 últimas ruedas, el CCL subió sin interrupción en las primeras 5 ruedas pasando de ARS 1.136 a ARS 1.306 (+15%), para luego lateralizar en las siguientes ruedas. El CCL cerró el jueves 25-ene en ARS 1.292. Consecuentemente, luego de estas dos semanas, la brecha trepó desde el 40% hasta la zona de 55%. La deuda en dólares y la renta variable operaron con poca volatilidad y en línea con sus pares emergentes la primera semana, pero la segunda semana se observó un sólido incremento del equity argentino, impulsando a acciones del panel general a mostrar grandes subas (12 papeles acumulan subas >50% en ene-24). Por otro lado, para los activos denominados en pesos. En las primeras 5 ruedas continuó el rally de la parte larga de la curva CER y de los instrumentos dólar linked, mientras que la siguiente semana lo CER mostró caídas significativas devolviendo los rendimientos previos. En promedio los bonos CER rindieron tan solo 3% acumulado en 2024. Los títulos dólar linked se mostraron mayormente ofrecidos al igual que Rofex, reflejo de que la suba de la brecha no trajo una gran demanda por cobertura cambiaria, pero mirando el acumulado anual, los bonos dólar linked fueron el segundo asset class con mejor performance, luego del CCL. El Merval cerró en USD 1.000, acumulando una variación de +4.7% en lo que va del año.

APARTADO 1: BONOS BOPREAL

Bonos BOPREAL.

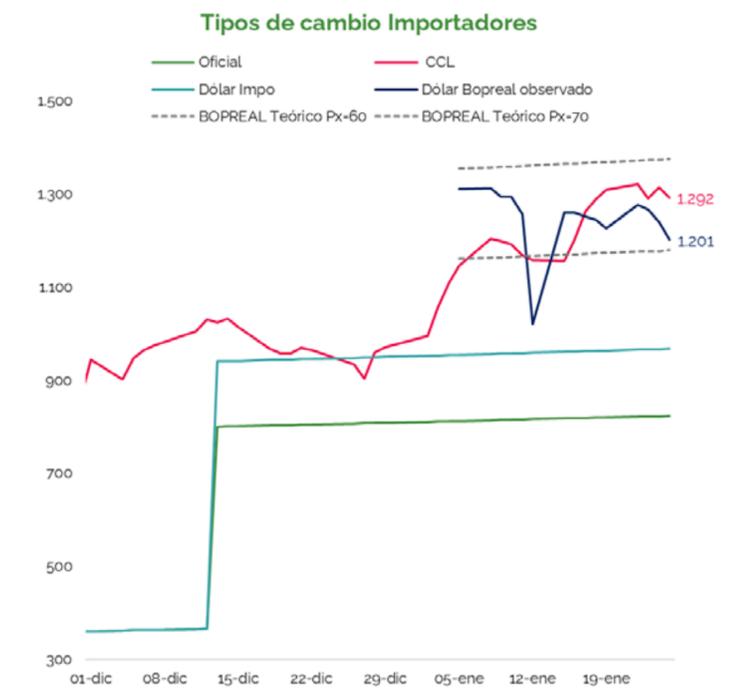
En nuestro Informe N°033 realizamos un resumen exhaustivo de que son, porque se emiten y para qué sirven los nuevos BOPREAL. Estos bonos serán ofrecidos como vehículos para canalizar la demanda de divisas de los importadores de bienes y servicios con deudas comerciales por operaciones con registro aduanero 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 sweeteners²: 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. Y otros tres sweeteners³ agregados post cotización: Acceso al CCL por diferencial de venta; el no requerimiento de cuenta en el exterior para cancelar deuda; y la ampliación del acceso al MULC por % de la deuda. Estos sweeteners le ponen un "piso" al precio de los BOPREAL, sobre todo por la posibilidad de pagar impuestos en el 2025 con los bonos comprados en mercado secundario (permitiendo hacer tasa en dólares >20% anual). El beneficio de exención de impuesto PAIS para la suscripción de BOPREAL se vence el 01-feb, por lo que el precio de suscripción pasará de ARS 825 a ARS 970, llevando el "tipo de cambio BOPREAL" de ARS 1.180 a ARS 1.400.

Valuación de los bonos.

El BOPREAL serie 1 puede considerarse como un bono Hard Dollar si se tiene a finish o como un bono dólar 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 fair value de USD 60 al BOPREAL serie 1, y los primeros bids (oferta de compra) en la bolsa contra cable estuvieron en USD 61 y USD 63, para luego trepar hasta los USD 68,5 del cierre del jueves 25-ene (durante la rueda se llegó a operar en USD 70). Con estos precios de USD 70, el tipo de cambio "de salida" para la deuda de importadores suscribiendo el BOPREAL y vendiéndolo contra dólar cable queda entre los ARS 1.175 - ARS 1.180, un tipo de cambio que hoy es mucho más atractivo al CCL (en la zona de ARS 1.300) y con una operatoria que permite seguir accediendo al MULC.



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 en los últimos días (entre USD 65 y USD 70) fueron vistos en un contexto de brecha cambiaria de entre 40% y 60%, 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 85 en el corto plazo dado el riesgo país). Este escenario podría deber ser en 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 a priori lo ubicamos entre USD 50 y USD 85.

Bruno Panighel | Head of Research | brpanighel@ParakeetCapital.com.ar



Disclaimer

Parakeet Capital S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación registrado bajo el N° 230 y un Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión registrado bajo el N°176 ante la Comisión Nacional de Valores. La información contenida en el presente informe se expone a título meramente informativo, y no constituye una recomendación de inversión, invitación, oferta, solicitud u obligación por parte de Parakeet Capital S.A. para llevar a cabo operación o transacción alguna. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de los instrumentos mencionados en el presente. La información, noticias, valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables y si bien se han tomado recaudos razonables, Parakeet Capital S.A. no garantiza la plena ni parcial exactitud o exhaustividad de la información vertida ni de los resultados analíticos ni contables. Las opiniones, estimaciones y proyecciones incluidas en el reporte reflejan el juicio actual de Parakeet Capital S.A. a la fecha del reporte, y están sujetas a cambios sin previo aviso. El rendimiento pasado de las inversiones no constituye una guía para el rendimiento futuro de las mismas.